



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

EL CONTRATO DE SWAP

ALBA VILLAR DÁVILA

**DIRECTOR
RAFAEL LARA GONZÁLEZ**

PAMPLONA-IRUÑA

junio de 2017

RESUMEN EJECUTIVO

En las dos últimas décadas, las operaciones de permuta financiera no han dejado de aumentar hasta convertirse en el instrumento financiero que ha experimentado un mayor crecimiento y una más rápida evolución. Al tratarse de un mercado OTC, junto con la inexistencia de una jurisprudencia sólida, resulta difícil la negociación y resolución de estos contratos.

Los *contratos de Swap* ocupan una página destacada en la actual litigiosidad por materias de nuestros tribunales. Dentro de esta abundante conflictividad judicial, las demandas en las que se solicita la nulidad de estos contratos, especialmente, por la concurrencia de vicios del consentimiento son abundantes y vienen, sin duda, provocadas por el actual y muy excepcional escenario de tipos de interés.

A continuación, analizaremos la problemática derivada de los *contratos de Swap* y procederemos a la calificación del mismo, intentando dar una definición jurídica a un fenómeno económico que todavía está mal clasificado en nuestro derecho.

ABSTRACT

In the last two decades *swaps* have become the financial products with higher growth and evolution. As it is an OTC market, together with the absence of a solid jurisprudence, is difficult the negotiation and resolution of these contracts.

Currently *swaps* are a very controversial issue in our courts. Inside in this judicial conflict, the demands for the annulment of these contracts, especially for the concurrence of vices of consent, are abundant and caused by the current and very exceptional scene of interest rates.

In this report we will analyse the problems derived from *swap* contracts and we will proceed to the classification of the same, trying to give a legal definition to an economic phenomenon that is still poorly classified in our law.

Palabras clave

Swap o permuta financiera, productos financieros derivados, mercados no organizados, error vicio en el consentimiento, nulidad en los contratos.

Palabras clave

Swap, financial derivatives, over the counter market, error in consent, nullity in contracts.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1. Los productos derivados	3
1.2. El contrato de Swap en el derecho mercantil	4
2. CONTENIDOS	6
2.1. Primera parte: naturaleza económica	6
2.1.1. <i>Los orígenes de los Swaps</i>	<i>6</i>
2.1.2. <i>Definición y elementos</i>	<i>7</i>
2.1.3. <i>Funciones y aplicaciones de las permutas financieras</i>	<i>8</i>
2.1.4. <i>Modalidades de Swaps</i>	<i>10</i>
2.1.4.1. <i>Swaps tipos de interés (IRS)</i>	<i>10</i>
2.1.4.2. <i>Swaps de divisas (Currency Swap)</i>	<i>12</i>
2.1.4.3. <i>Swaps de crédito y CDS</i>	<i>14</i>
2.1.4.4. <i>Otros tipos de Swaps</i>	<i>15</i>
2.1.5. <i>Ventajas e inconvenientes de los Swaps</i>	<i>17</i>
2.1.6. <i>El Mercado de Swaps en la actualidad</i>	<i>17</i>
2.2. Segunda parte: naturaleza jurídica	19
2.2.1. <i>Delimitación conceptual de la permuta financiera</i>	<i>19</i>
2.2.2. <i>Legislación</i>	<i>19</i>
2.2.3. <i>Características jurídicas y elementos del contrato de Swap</i>	<i>21</i>
2.2.4. <i>Contenido obligacional y negociabilidad</i>	<i>23</i>
2.2.5. <i>Terminación del contrato</i>	<i>25</i>
2.2.6. <i>Delimitación negativa: diferencias con otros contratos típicos</i>	<i>26</i>
2.2.6.1. <i>Comparación con la prenda</i>	<i>27</i>
2.2.6.2. <i>Comparación con el depósito</i>	<i>28</i>
2.2.6.3. <i>Comparación con el préstamo</i>	<i>29</i>
2.2.6.4. <i>Comparación con la venta condicionada</i>	<i>30</i>
2.2.6.5. <i>Comparación con la permuta</i>	<i>31</i>
2.2.6.6. <i>Comparación con los futuros y FRA</i>	<i>32</i>
2.2.6.7. <i>Comparación con la compraventa</i>	<i>32</i>
2.2.6.8. <i>Comparación con el seguro</i>	<i>33</i>
2.3. Problemática de los Swaps en la jurisprudencia reciente	34
3. CONCLUSIONES	37
4. BIBLIOGRAFÍA	40

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Los productos derivados

Siempre controvertidos, los productos derivados han alcanzado notoriedad una vez más a raíz de la crisis económica-financiera internacional del año 2008.

Esta crisis fue ocasionada por unos instrumentos muy peculiares y desconocidos para personas que no están educadas en temas financieros, dada su gran complejidad. Estos instrumentos son los famosos *derivados financieros*¹.

Un *derivado financiero* es un instrumento cuyo valor depende de la evolución de los precios de otro activo denominado *activo subyacente*. Los activos subyacentes pueden ser: tasas de intereses, acciones, índices bursátiles, divisas, *commodities* (materias primas como los metales, cereales...), etc.

Supongamos que vamos a comprar al mercado un kilo de manzanas. Lo normal es que el acuerdo y la transacción se realicen en el mismo momento, es decir, a la entrega del kilo de manzanas se paga el precio establecido. Imaginemos ahora que acordamos con el frutero que la semana que viene me venda un kilo de manzanas al precio al que están hoy. Esto se podría entender como un derivado o contrato a plazo (hemos fijado los detalles del acuerdo, la cantidad y el precio en el momento actual, aunque el intercambio se hará en una fecha futura). Por lo tanto, la variación del precio podrá jugar a nuestro favor si el precio del kilo de manzanas sube (beneficio), o en contra si el kilo de manzanas baja de precio (pérdida).

Entonces pues, un derivado es básicamente una contratación a plazo en la que se establecen todos los detalles en el momento del acuerdo, mientras que el intercambio efectivo se producirá en el momento acordado en el futuro.

La idea de acordar una compraventa que se materializará al cabo de un cierto tiempo tiene tanta antigüedad como el comercio mismo. En el siglo XVII² en los mercados financieros de Holanda ya se negociaban contratos derivados cuyo activo eran los bulbos de los tulipanes. Durante la misma época, en Japón, se desarrollaban los primeros mercados organizados en los que se establecían acuerdos que conllevaban la entrega futura de arroz. El hecho de poder conocer cuál sería el precio a cobrar o pagar por una cosecha reportaba, tanto al productor como al comprador, afrontar el futuro con mayor tranquilidad. En estos dos casos, tanto los bulbos de los tulipanes como el arroz son el *activo subyacente*.

Pero no es hasta el siglo XIX cuando nace en Chicago el primer mercado de derivados moderno, en el que aún hoy en día se negocian contratos cuyos activos son las materias primas (trigo, cebada, arroz, maíz...). Posteriormente se ampliaron a otros subyacentes y se crearon en otros países mercados organizados sobre mercancías.

También en Chicago, en 1973, se estableció el primer acuerdo que permitía asegurar un tipo de cambio para una fecha futura, es pues, el nacimiento del *derivado financiero*. A éste le siguieron otros que permiten la compraventa de activos financieros como acciones, bonos, índices, tipos de interés...

Los derivados financieros son una categoría de valores negociables sobre la que se construye el ordenamiento regulador del Mercado de Valores y que fue introducida en nuestro país en el año 1988, con la Ley del Mercado de Valores³ y posteriores reformas de la misma en los años 1998 y 2007. Pero no todos estos productos se rigen por las mismas reglas. Esto nos lleva a la distinción entre mercados regulados o no regulados.

Los productos derivados se negocian en dos tipos de mercados: organizados y no

¹ www.cnmv.es/portal/inversor/Derivados.aspx

² C. Hull, J.: *Introducción a los Mercados de Futuros*. Madrid, Pearson Addison-Wesley, 2015, pgs. 2 y ss.

³ Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores; y posteriores reformas en la Ley 37/1998, de 16 de noviembre y Ley 47/2007, de 19 de diciembre.

organizados «*over the counter*»⁴ (de ahora en adelante OTC). El primero es un mercado regulado, de contratos estandarizados y controlado por un intermediario autorizado, la Cámara de Compensación.

En España, el mercado oficial organizado de productos derivados es el MEFF⁵ (principalmente futuros y opciones financieras), donde se negocian futuros y opciones sobre el Ibex 35 y sobre acciones individuales, además de determinados futuros sobre renta fija (bonos).

En el segundo se negocia en organizaciones no reguladas, como entidades bancarias y, a través de plataformas electrónicas. Los mercados no organizados (OTC) no están sujetos a las mismas normas que los regulados (Ley del Mercado de Valores) y entonces es importante que las partes contratantes intercambien una documentación jurídica sólida. Organismos como la ISDA (*International Swap and Derivatives Association*) son los que proporcionan instrumentos para regular las operaciones *swap*, el derivado estrella en los mercados no organizados.

Los derivados financieros son productos de gran flexibilidad y sujetos al efecto apalancamiento. La inversión inicial necesaria es reducida en comparación con la exposición al subyacente que se obtiene, por lo que los resultados pueden multiplicarse, obteniendo tanto beneficios como pérdidas, en relación con el efectivo desembolsado. Son por tanto productos de riesgo muy elevado que sirven para trasladar éste de unos agentes (que desean vender dichos productos) a otros (que quieren adquirirlos), lo que permiten usarlos con finalidades opuestas.

El conocidísimo Warren Buffet, para algunos el mejor inversor de todos los tiempos, sentenció a los derivados financieros como «armas de destrucción masiva»⁶, dado que son instrumentos sumamente complejos de entender y utilizar. El considerar éstos como armas va más allá de sus características propias: «para que una pistola dispare alguien tiene que apretar el gatillo, y más que el derivado en sí mismo las armas son las personas que los utilizan». Los derivados financieros no fueron creados con el fin de destruir a la economía, todo lo contrario, buscan facilitar la vida de los agentes, por lo que el arma de destrucción masiva tal vez no es el instrumento por sí solo, sino la persona que lo utiliza con aquel fin.

1.2. El contrato de Swap en el derecho mercantil

El *contrato de permuta financiera (Swap)* es un tema complejo, amplio y el centro de muchas disputas en la actualidad. Estos acuerdos se han difundido ampliamente por el mundo financiero y el derecho no puede quedar al margen de dicha evolución, debe actuar siempre manteniendo la seguridad de las partes contratantes e impartiendo justicia.

El *contrato de Swap*, y en general los productos derivados, han experimentado una transformación radical desde los años ochenta hasta la actualidad. Estos nuevos instrumentos financieros, con un potencial de crecimiento muy difícil de cuantificar, han surgido del proceso innovador que ha dominado los mercados financieros internacionales.

Estas transacciones son muy flexibles; la técnica financiera del *swap* no es muy compleja, y pueden satisfacer las necesidades de cada tipo de operador económico: personas físicas, entidades financieras, sociedades financieras y mercantiles, gobiernos...

⁴ «OTC»: Over the counter. Se definen productos «OTC» todos aquellos derivados que no forman parte de los mercados organizados.

⁵ MEFF: Mercado oficial Español de opciones y futuros financieros; www.meff.com.

⁶ www.elconfidencial.com/mercados/finanzas-personales/2008-05-22/warren-buffett-en-madrid-los-derivados-son-armas-de-destruccion-masiva-para-el-sistema-financiero_826458/

El desarrollo de estos contratos, junto con los crecientes volúmenes de negociación y las numerosas estrategias y aplicaciones de los mismos (ingeniería financiera), han atraído la atención de las autoridades monetarias y los gobiernos de los países más desarrollados, preocupados por los efectos que estas transacciones puedan tener sobre la estabilidad y seguridad en los mercados.

El empleo de los *swaps* se incrementa a partir del momento en que los administradores del área financiera de las sociedades encuentran la necesidad de gestionar riesgos, como los del precio de las materias primas, divisas o tipos de interés; cada vez más determinantes en un contexto de creciente volatilidad. La difusión de estas operaciones está dirigida principalmente por las grandes entidades financieras internacionales y es por ello que aún hoy existe gran desconocimiento por parte de los usuarios, en lo que se refiere a las características y usos de este tipo de transacciones.

El sistema financiero está sometido a una constante evolución. Ya no sólo existen préstamos o créditos y depósitos, los agentes tienen otro tipo de necesidades más complejas y cada vez son más comunes las operativas con productos más sofisticados. Todo esto, y la necesidad de protección de los agentes ante otros, ha obligado a los operadores del sector a desarrollar nuevas normativas o reglas para hacer frente a las posibles contingencias derivadas de estos contratos.

Hasta ahora toda esta materia estaba regulada por el derecho bancario, pero la revolución y los problemas derivados de ésta han sido tan grandes que los mismos operadores han visto necesario elaborar con urgencia unas reglas que cubran la ausencia de leyes específicas en esta materia. Ello se podría considerar un nuevo fenómeno: los mismos agentes que participan en estos contratos han sido los que han creado la ley. Un nuevo conjunto de normas que regulan estos productos financieros y que se pueden considerar, dentro del ámbito del derecho privado y del mercantil, un nuevo tipo de *derecho financiero*.

En nuestro país no existe un marco legal para los *contratos de Swap*, ni una regulación específica sobre la naturaleza y el régimen jurídico de estas permutas impulsada por el poder legislativo, pues son una modalidad contractual importada del mercado anglosajón.

La mayoría de estudios realizados sobre los *swaps* atienden a cuestiones económicas mientras dejan de lado los aspectos jurídicos derivados de dichos contratos. El presente trabajo estará dedicado a conocer dichos aspectos del *contrato de Swap* y los problemas y soluciones que se han dado a conflictos surgidos por parte de las autoridades del poder judicial.

En la primera parte del presente trabajo nos centraremos en el ámbito económico, describiendo los orígenes y evolución en el tiempo de los *swaps*, su mecánica y función económica, sus elementos, mercados en los que se negocian y clasificaremos los tipos de *swaps* en varias categorías, así como las ventajas e inconvenientes encontradas en este tipo de contratos.

En la segunda estudiaremos la naturaleza jurídica de los *swaps*, su legislación, elementos del contrato, contenido obligacional y terminación del mismo. Además, los compararemos con otros contratos típicos existentes en nuestro ordenamiento jurídico. La metodología consistirá en analizar y reflexionar acerca de las sentencias⁷ con las que se han resuelto los conflictos en esta tipología de contrato, a fin de llegar a nuestras evaluaciones y conclusiones.

Por último, en una tercera parte, se hará referencia a la problemática actual de los *contratos de Swap* en la jurisprudencia.

⁷ Las sentencias utilizadas serán mencionadas en la bibliografía, en el apartado de jurisprudencia consultada.

2. CONTENIDOS

2.1. Primera parte: naturaleza económica

2.1.1. Los orígenes de los Swaps

Aunque los primeros contratos de permutas financieras (*swaps*) se negociaron a principios de los años 1970, allá por los años 1800 ya se establecían acuerdos de intercambios de bienes, los que podemos considerar una “primera aproximación” a los *contratos de Swap*.

Estos acuerdos fueron descritos por David Ricardo en “*La Teoría de la Ventaja Comparativa*”⁸. Ésta describe un modelo económico que explica los patrones de comportamiento del comercio mundial a partir de las diferencias internas de productividad entre los países.

Por ejemplo, si el país A podía producir tela más eficientemente que el país B, entonces tenía una ventaja absoluta en tela sobre el país B. Por otro lado, el país B estaba especializado en la fabricación de vino. El país A debía concentrar sus esfuerzos en producir el bien en el cual tenía la ventaja comparativa más grande (la tela), dejando la producción del otro producto para B (el vino). Posteriormente, los dos países acordaban el intercambio de excedentes en una fecha futura siendo la contraprestación los bienes permutados. Una vez llegado ese momento, los dos países intercambiaban los bienes acordados, permitiendo a ambos completar sus requerimientos para el producto que no producen y beneficiándose uno de lo que produce el otro; una operación de trueque.

El nacimiento de los *swap* en el mercado financiero es relativamente reciente. Las crisis energética y monetaria de los años setenta del siglo pasado provocaron una profunda convulsión económica que dio lugar a modificaciones en la gestión financiera dentro de las organizaciones. Los obsoletos instrumentos jurídicos existentes en la época no satisfacían las necesidades de los empresarios, que presionaban a las instituciones y al mercado para el comienzo del proceso de innovación financiera⁹.

Pero no fue hasta finales de los años setenta cuando aparecieron estos derivados financieros como respuesta a las restricciones cambiarias, que ya habían empezado a operar entonces en el Reino Unido¹⁰ e impedían a los no residentes proveerse de medios de préstamo en libras esterlinas. Se conformaron en aquel tiempo los denominados *préstamos paralelos*¹¹ y *préstamos back-to-back*¹². Los *swaps* modernos encuentran su origen en estas dos técnicas primitivas.

La primera técnica, que era bastante semejante al actual *swap de divisas* (tipo de contrato de permuta financiera que desarrollaremos más adelante), involucraba a dos empresas que se hacían mutuamente préstamos de cuantías equivalentes en dos monedas distintas pero con el mismo vencimiento. Los «préstamos paralelos» presentaban algunos problemas técnicos, específicamente los relativos a que si una de las partes dejaba de realizar sus pagos, la otra no quedaba liberada de sus obligaciones contractuales, al estar ambas operaciones separadas desde un punto de vista jurídico. Además dichos préstamos aparecían en los balances

⁸ ual.dyndns.org/Biblioteca/Economia_Internacional/Pdf/Unidad_03.pdf

⁹ MILLER, M.: *Financial Innovation and Market Volatility*. Oxford, Basil Blackwell, 1991, pgs. 10 y ss.

¹⁰ En lo referente a la evolución experimentada por los «préstamos paralelos» y los «préstamos back to back» hasta llegar a los *swaps* de divisas, puede verse en POWERS, J.: «The vortex of finance», *Intermarket Magazine* (febrero 1986), pgs. 27 a 38.

¹¹ A través de los *préstamos paralelos* dos compañías matrices (residentes en países con restricciones cambiarias) tenían acceso a financiación barata para sus filiales (residentes en el país de la otra empresa matriz), llegando a un acuerdo para financiar cada una de ellas a la filial de la otra en su mismo país. FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 35.

¹² «Préstamos adosados» que sustituyeron a los «préstamos paralelos» con el fin de evitar los riesgos de crédito. En esta tipología de préstamos se hacía hincapié en la condición de contrato simultáneo y recíproco en el cumplimiento de las obligaciones adquiridas por ambas partes. FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 37.

consolidados de cada compañía por partida doble, lo que deterioraba los ratios de cada una según las condiciones del endeudamiento. Esta situación dio lugar al nacimiento del «préstamo back to back», una transacción en la que dos entidades con sedes principales en diferentes países acuerdan prestarse mutuamente principales equivalentes, según los tipos de cambio vigentes de sus respectivas divisas. Cada parte recibe intereses de su contraparte como pago del préstamo realizado con base en los tipos de interés vigentes para cada divisa. Los principales de cada divisa son intercambiados al principio y al vencimiento del préstamo, al tipo de cambio de contado vigente al comienzo del mismo.

Sin embargo, «el back to back» aun no lograba eliminar las anotaciones en los balances de las sociedades implicadas. Esto se solucionó cuando las dos partes implicadas en el proceso de intercambio de monedas lograron hacer una operación de cambio al contado, con el acuerdo de deshacer la transacción inicial en las mismas condiciones en una fecha futura, dando origen al actual *swap de divisas*. El *swap* simplificaba el aspecto material de la transacción y aportaba mayor elasticidad al medio financiero. Posteriormente estos contratos se fueron diversificando y aparecieron entonces diferentes tipologías de *swaps*.

Un hito¹³ en el desarrollo del mercado de *swaps* de divisas fue el contrato realizado en 1981 entre IBM y el Banco Mundial, en el cual IBM realizó una emisión de obligaciones y lo permutó por francos suizos. El renombre internacional de las contrapartes ayudó a que estas operaciones se conocieran ampliamente y ganaran aceptación, todo lo cual impulsó una mayor actividad en el mercado. Sólo en 1985 el Banco Mundial participó en 50 *swaps* con un vencimiento promedio de 64 años y un capital total de 1,36 miles de millones de dólares.

Desde que se realizó el primer *swap* en 1976, estas operaciones se han difundido considerablemente con un crecimiento espectacular, constituyendo en la actualidad una herramienta utilizada habitualmente por los bancos, las administraciones públicas y las empresas; que ven en ellas un instrumento útil de control de riesgo de mercado. Actualmente, ocupan una importante posición en los mercados de instrumentos financieros derivados.

En España, el comienzo del mercado se sitúa en 1987 con la negociación de algunas de estas operaciones con vencimiento a tres años. En octubre de 1988, la Comisión de Estudios del Mercado Monetario (CEMM)¹⁴ aprueba el contrato marco SWAPCEMM que normaliza las prácticas del mercado.

2.1.2. Definición y elementos

El contrato de *Swap*¹⁵ es una operación de permuta financiera entre dos partes en virtud de la cual ambos intercambian entre sí y durante un periodo de tiempo prefijado flujos de caja futuros, en la misma o diferente moneda, de acuerdo con una regla predeterminada.

El contrato define las fechas en que los flujos de efectivo deberán pagarse y la forma en la cual se calculan. Por lo general, el cálculo de los flujos de efectivo implica el valor futuro de una tasa de interés, de un tipo de cambio o de otras variables del mercado.

En el momento de la contratación:

- No hay un intercambio real de fondos.
- Hay un compromiso de permuta financiera futura.
- Se establece el importe teórico sobre el que versarán los intercambios de flujos.
- Se determina el calendario pagos y el modo de cuantificar los mismos.

¹³ Las razones de esta operación o contrato realizado por el Banco Mundial y la compañía IBM quedan señaladas en L. PÉREZ DE ARENAZA, *Swaps de tipos de interés y de divisas*, cit., pg. 3.

¹⁴ LARRAGA P. y OSCAR E.: Mercado de productos derivados. Madrid, Bresca (Profit editorial), 2008.

¹⁵ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 30 a 33.

Se hace necesaria aquí la distinción entre un contrato a plazo y el contrato de *swap*. Mientras que el primero es equivalente al intercambio de flujos de efectivo tan solo en una fecha futura, los *swaps* llevan, por lo general, a intercambios de flujos de efectivo que ocurren en varias fechas futuras, de aquí deriva entonces su mayor complejidad.

La necesidad de estos instrumentos, justificada por la internacionalización de los mercados financieros, la poca estabilidad de los tipos de interés y tipos de cambio, ha creado actitudes nuevas en los inversores que buscan financiación al mínimo coste.

En los acuerdos de permuta aparece una entidad financiera que hace el papel de intermediario (*swap dealer*) para garantizar el buen fin de la operación y, gracias a su actuación, las partes contratantes no llegan a conocerse. Se da una relación anónima entre el comprador y el vendedor del contrato (mercados no organizados, OTC).

Los contratos *swap* facilitan la gestión y cobertura de los riesgos de tipos de interés y tipos de cambio; esto significa intercambiar intereses fijos por variables y al contrario, reemplazar una divisa por otra, etc. También son susceptibles de transformar las características intrínsecas de ciertos activos y pasivos.

Las operaciones de *swaps* se han diversificado enormemente y en la actualidad existe una gran variedad. Existen *swaps* de intereses, de divisas, sobre índices, o combinaciones de intereses y divisas... que se explicarán en las siguientes páginas.

A continuación, se describen los principales elementos que intervienen en una operación *swap*:

- Las *contrapartes* son los agentes que acuerdan realizar la transacción.
- El *principal o importe teórico o notional* es la cuantía sobre la que versa la transacción.
- El *mediador (swap dealer)* es la entidad financiera que actúa de intermediario y pone en contacto a las contrapartes que realizan la transacción. No tiene por qué existir en todos los contratos pues las partes pueden ponerse de acuerdo sin la ayuda de éste.
- El *indicador de referencia* es el tipo de interés y/o de cambio que determinará los flujos futuros.
- Los *flujos de fondos* son los importes a intercambiar en las fechas prefijadas.
- El *plazo* es el tiempo durante el cual se intercambiarán los flujos.
- La *fecha de determinación* es el momento del tiempo en el que se establece el valor de los flujos a intercambiarse.
- Las *fechas de pago* son aquellas establecidas para el intercambio de fondos.
- La *fecha de negociación* es aquella en la que se firma el contrato.
- La *fecha de vencimiento* es aquella en la que finaliza el contrato.

2.1.3. Funciones y aplicaciones de las permutas financieras

El funcionamiento de los *contratos de Swap* no es complejo pero, como se ha estado comentando en el presente trabajo, al no existir un organismo que regule los contratos al milímetro surgen conflictos en el desarrollo de los mismos.

El intercambio en la práctica no es más que una liquidación por diferencia entre los flujos de efectivo a pagar por cada parte, y atendiendo a quién resulte favorable se realizará esa única liquidación de cargo o abono (el pago de uno es el cobro del otro). El flujo de fondos o efectivo de cada parte será el resultado de aplicar al principal contratado el tipo de interés establecido calculado sobre el plazo que el contrato establezca. Así, en la permuta financiera, quedan establecidas claramente las obligaciones o compromisos de pago de las dos partes.

Pongamos que hablamos de un contrato *swap sobre tipos de interés (IRS)*, que describiremos más adelante. Al tratarse de un mero intercambio, en el que supuestamente un contratante tiene un tipo de interés variable que pagar y quiere convertirlo en lo posible en un tipo de interés

fijo, para lo cual va a pagar el tipo de interés propuesto en el *swap*, siendo la otra parte del contrato quien pagará el tipo variable. La liquidación resultará a favor de uno u otro según el contrato establecido y los tipos de interés existentes en la fecha de determinación.

Estudiaremos ahora desde un punto de vista más sistemático los objetivos perseguidos por las contrapartes a la hora de concertar este tipo de figuras financieras.

○ *Gestión del riesgo*¹⁶

En las operaciones *swap* existen ciertos riesgos a los que el agente o entidad se enfrenta cuando las contrata. Los contratos de permuta financiera, a través de varias vías, permiten gestionar los siguientes riesgos:

- Riesgo de incumplimiento de las obligaciones por la otra parte.
- Riesgo de crédito o contrapartida, también muy relacionado con el anterior. Al no cumplir la otra parte no existe un organismo regulador que intervenga garantizando la operación.
- Riesgo de tipos de interés, propio de los *swaps* de tipo de interés, por las variaciones en los tipos de interés del mercado frente a los acordados.
- Riesgo de tipo de cambio o cambiario, se presenta con frecuencia en los *swaps* de divisas al tener que pagar más de la propia moneda o de cualquier otra para adquirir la misma cantidad de divisa que se acordó en el contrato, lo cual al final afecta al coste de la transacción.
- Riesgo jurídico o legal, el que se estudiará más ampliamente en este trabajo y el que resulta de las operaciones bilaterales entre los agentes en el mercado sin un organismo regulador.

Por tanto, los *swaps* pueden actuar como *instrumentos de cobertura de riesgos*¹⁷ asociados a las fluctuaciones en los precios o a la diversificación de riesgos de carteras, fundamentalmente a través de los *swaps* de tipos de interés, de divisas o *commodities*.

El usuario toma una posición de riesgo que compensa con otra operación vinculada realizada o a realizar en un futuro. Si la operación de *swap* está relacionada con otra anterior o futura va a poder modificar sus características y, por tanto, alterar la posición de riesgo asociada a dicha maniobra. Son operaciones cuyo fin es eliminar total o parcialmente la exposición al riesgo, dependiendo de las necesidades del contratante.

La diversificación de riesgos de carteras permite flexibilizar la estructura de riesgos sin tener que liquidarlas para poder tomar nuevas posiciones. Así, es posible modificar la composición de dicha cartera transformando alguna de sus características; por ejemplo, en lo que se refiere a tipos de interés o monedas cuando la financiación externa no es la más adecuada por estar excesivamente concentrada en alguna figura.

Por otro lado, si el agente está dispuesto a asumir riesgo y cree que su expectativa es la correcta tomará la decisión de realizar una *operación de especulación*. Aprovechará el alto apalancamiento de los contratos para obtener altas rentabilidades, asumiendo a su vez un alto riesgo de mercado. Los beneficios o pérdidas estarán derivadas del grado de apalancamiento.

Por último, las *operaciones de arbitraje*, encaminadas a aprovechar las posibles desviaciones del precio de mercado del activo derivado respecto de su precio teórico. Estas operaciones de arbitraje se entiende que no exigen volumen de fondos (puesto que se autofinancian) ni exigen la asunción de riesgos. El arbitraje consiste en obtener un beneficio libre de riesgo por la combinación de un *swap* y una cartera de activos financieros. Es la imperfección o ineficiencia del mercado la que provoca estas oportunidades.

¹⁶ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 35.

¹⁷ COSTA, L.: «Estrategias OTC para la gestión del riesgo de precio en materias primas: el *commodity swap*», *Actualidad Financiera*, núm 9 (marzo 1993).

○ *Reducción de costes financieros*¹⁸

Los *swaps* permiten minimizar los costes financieros por endeudamiento derivados de cambios en los tipos de interés o en la divisas (préstamos, créditos...). Por ejemplo una compañía podrá utilizar una permuta de intereses para reducir los costes financieros pasando el tipo fijo a variable o de variable a fijo, en función de sus expectativas en relación a la futura evolución de los tipos de interés. También numerosas empresas exportadoras utilizan los *swaps* de divisas para reducir el riesgo de tipo de cambio en sus operaciones.

○ *Acceso a nuevos mercados. Diversificación de divisas*¹⁹

Las permutas financieras permiten acceder a una compañía a financiación en moneda diferente a la del país en que se encuentre radicada, evitando así los elevados costes que supondría la utilización de mecanismos convencionales. También facilitan aprovechar las oportunidades de arbitraje en los mercados financieros, para paliar los posibles desajustes entre la oferta y la demanda.

Las operaciones *swaps* ofrecen a los prestatarios una forma de diversificar sus carteras y con ello reducir sus intercambios extranjeros a una o dos importantes divisas. Las permutas proporcionan un relativo coste efectivo y un método eficiente para conseguir esta diversificación, al contrario que los mercados de futuros.

2.1.4. Modalidades de Swaps

A continuación se describirán las modalidades más habituales de *swaps*, es decir, los que las compañías y agentes más utilizan en la práctica: los *swaps* de tipos de interés, los *swaps* de divisas y los *swaps* de crédito.

En el último apartado también se hará mención al resto de tipos de *swaps* que existen, para dar una visión más global del producto, demostrar la flexibilidad de los mismos y las numerosas necesidades que éstos pueden cubrir.

2.1.4.1. Swaps de tipos de interés (Interest Rate Swaps)

El primer *swap* de tipos de interés se negoció en 1982 para hacer frente a las regulaciones de los controles de cambio existentes en numerosos países. Pero antes de éste, como ya hemos comentado, surgieron los préstamos paralelos. Podemos decir pues que de la evolución de este préstamo nace el *swap de tipos de interés*²⁰.

El *swap de tipos de interés* es un contrato entre dos agentes económicos, generalmente mediado por un intermediario, en el que intercambian entre sí periódicamente y durante un periodo preestablecido, flujos de intereses, calculado sobre un mismo principal teórico acordado en la operación, denominados en la misma moneda y calculados a partir de distintos tipos de referencia (tipos de interés fijo y variable).

En este contrato ambas partes quedan obligadas, el principal o notional no se intercambia en ningún momento del tiempo, debe ser constante a lo largo de toda la duración del acuerdo y los flujos a intercambiar pueden ser tanto ciertos como inciertos.

El tipo de interés fijo es constante durante toda la vida del *swap*, así como el tipo de interés variable que no deberá incorporar ningún margen (se determinará por adelantado en cada período y se pagará al final).

¹⁸ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 36.

¹⁹ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 36.

²⁰ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 95 y 96.

Tampoco suele entregarse garantía alguna ni es necesario que se produzcan pagos a la formalización de la operación. Su riesgo de incumplimiento, iliquidez y de contrapartida es alto, ya que es una operación que se realiza en un mercado no organizado.

El contratante de estos *swaps* persigue generalmente alguno de los siguientes objetivos:

- reestructurar la composición de su deuda y, por tanto, de una de las componentes del riesgo de tipos de interés, transformando la deuda a tipo fijo en variable o viceversa,
- reducir el coste de la financiación que utiliza o que necesitará en un futuro,
- disminuir el riesgo de variaciones desfavorables de los tipos de interés,
- buscar una cobertura exacta o parcial de una posición concreta,
- diversificar el endeudamiento para un intervalo de tiempo concreto,
- realizar arbitraje financiero explotando ineficiencias detectadas en el mercado, o
- especular.

El precio, para cualquier *swap de tipos de interés*, viene dado por el tipo de interés fijo, o la diferencia entre dos tipos variables (en un *Basis Swap*), que se aplica al principal teórico acordado en el *swap*. Dicha tasa permite determinar los flujos que deberán intercambiarse. El precio normalmente se mantendrá invariable durante toda la vigencia del acuerdo.

La estructura temporal de los tipos de interés (ET²¹) existente resulta determinante en el precio del *swap*. Al ser calculado el valor de éste como la suma de los flujos que integran la operación, debidamente actualizados, la evolución esperada en el mercado de los tipos de interés influirá notablemente, tanto en la fijación del precio que se deberá establecer como en el valor del *swap* en cualquier momento del tiempo *t*.

o Clasificación de los *swaps de tipos de interés*

Existen muchos tipos de *swaps de tipos de interés* pero en este apartado describiremos los dos más relevantes: *swap* de tipo de interés fijo/variable (*Plain Vanilla Swap*, *Fixed to Floating Swap*, *Coupon Swap*²²) y *swap* de tipo de interés variable/variable (*Basis Swap*, *Floating to Floating Swap*²³).

Los *Swaps de tipo de interés fijo contra variable* se caracterizan porque las partes se intercambian flujos de intereses obtenidos a partir de un tipo de interés fijo por otros a tipo variable, aplicados sobre un mismo principal teórico. Más sencillo, una de las partes paga un tipo de interés fijo y la otra paga un tipo de interés variable.

En un *Plain Vanilla Swap* los agentes económicos toman respectivamente las posiciones de parte: pagador fijo = receptor variable, y contraparte: receptor fijo = pagador variable.

En esta operación *swap* se identifican los compromisos de las partes con una posición compradora y otra vendedora, como ocurre en cualquier otro instrumento financiero. La posición larga o compradora supone conocer con certeza la cuantía de los flujos que le obligan, pero son inciertos los que recibirá a cambio, mientras que el pagador variable mantiene una posición corta o vendedora y desconoce la cuantía de los flujos que deberá afrontar.

A continuación se muestra un ejemplo de este tipo de acuerdos de tipos de interés: las posibilidades ofrecidas por la entidad financiera a cada uno de los participantes, su elección, la estructura de la operación y su resultado.

²¹www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/95/Fich/dt9522.pdf

²² LAMOTHE y SOLER: *Swaps y otros derivados OTC en tipo de interés*, cit., pg. 35.

Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 95.

²³ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 96.

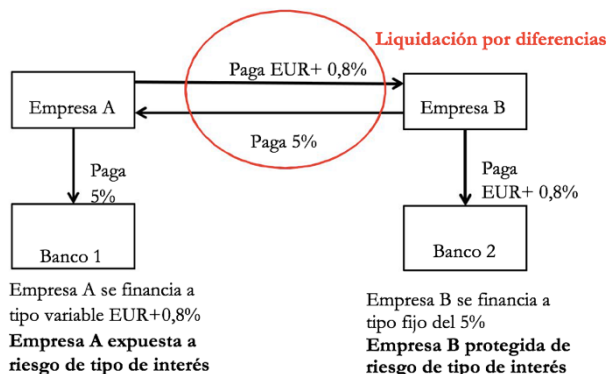
Plain Vanilla Swap (Fijo contra Variable)

Empresa A:
Perspectivas de bajadas de los tipos de interés, por lo que desea financiarse a tipo variable.
Alternativas de la entidad financiera:
Tipo Fijo: 5%
Tipo Variable: EURIBOR+1%

Empresa B:
Perspectivas de subidas de los tipos de interés, por lo que desea financiarse a tipo fijo.
Alternativas de la entidad financiera:
Tipo Fijo: 6%
Tipo Variable: EURIBOR+0,8%

Ambas empresas optan por financiarse en la modalidad que les resulta más ventajosa, y posteriormente acudir al mercado financiero para intercambiarse los préstamos.

ESTRUCTURA DE LA OPERACION Y RESULTADO



En los *Swaps de tipo de interés variable contra variable* las partes se intercambian flujos de intereses obtenidos a partir de un tipo de interés variable por otros obtenidos también a tipo variable, aplicados sobre un mismo principal teórico. Ambas partes pagan un tipo de interés variable.

Los *Basis Swaps* no son tan conocidos ni tan utilizados en el mundo financiero como los *Plain Vanilla Swaps*, pero en la práctica acaban formando un importante papel para muchas instituciones financieras y no financieras. No obstante, contratar uno requiere predecir las curvas de tipos de interés a largo plazo, algo que habitualmente es muy difícil de hacer y también bastante arriesgado, en la mayoría de casos.

En un *Basis Swap* los agentes económicos toman respectivamente las posiciones de parte: pagador variable = receptor variable, y contraparte: receptor variable = pagador variable.

En esta operación *swap* ni la posición larga o compradora, ni la corta o vendedora suponen conocer con certeza la cuantía de los flujos que deberán afrontar.

En la siguiente página se muestra un ejemplo de *Basis Swap*: las alternativas ofrecidas por la entidad financiera para cada parte, su elección, la estructura de la operación y su resultado.

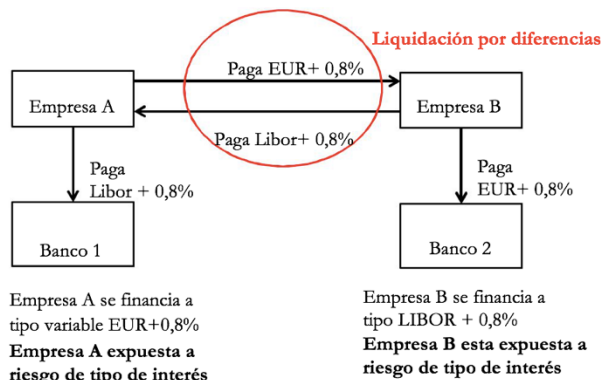
Basis Swap (Variable contra Variable)

Empresa A:
Cree que los tipos de interés van a bajar, por lo que desea financiarse a tipo variable en una referencia y con una periodicidad de la inversión.
Alternativa de la entidad financiera:
Tipo Variable:
LIBOR mensual + 0,8%
Tipo Variable:
EURIBOR anual +1%

Empresa B:
Cree que los tipos de interés van a bajar, por lo que desea financiarse a tipo variable en una referencia y con una periodicidad de la inversión.
Alternativa de la entidad financiera:
Tipo Variable:
LIBOR mensual + 1%
Tipo Variable:
EURIBOR anual +0,8%

Ambas empresas optan por financiarse al tipo de interés variable respecto de la referencia que les resulta más ventajosa, y posteriormente acudir al mercado financiero para intercambiarse los préstamos.

ESTRUCTURA DE LA OPERACION Y RESULTADO



2.1.4.2. Swaps de divisas (Currency Swap)

El *swap de divisas*²⁴ es un contrato financiero entre dos agentes económicos, mediando o no un intermediario, por el que acuerdan intercambian entre sí determinadas cantidades denominadas en distintas monedas en una fecha concreta, de acuerdo con unas condiciones fijadas que incluyen los abonos de intereses más la amortización del principal. En el vencimiento, el principal de cada préstamo se devuelve al tipo de cambio al contado inicial vigente en el momento en que se materializó la operación.

²⁴ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 90 a 94.

El objetivo de estos intercambios es disponer de divisas extranjeras para realizar compras o pagar servicios sin tener que sufrir gravámenes suplementarios. Por ejemplo, una empresa americana que compra materias primas en Europa, podrá intercambiar divisas con una empresa francesa que subcontrata una parte de su producción en los Estados Unidos. De esta manera, cada una de las partes gana con el intercambio al poder pagar las compras o servicios adquiridos con su misma moneda.

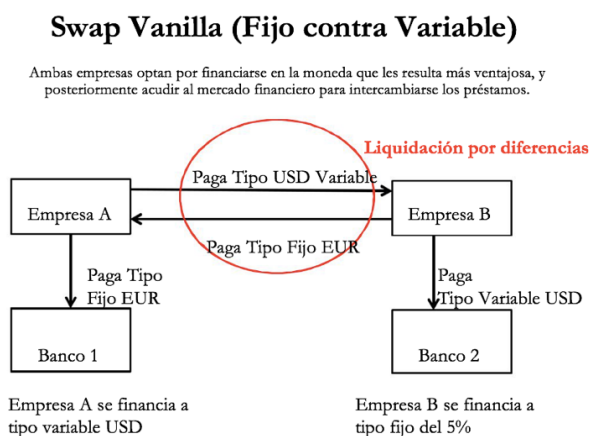
El origen de los *swaps de divisas* es el «préstamo back to back»²⁵, préstamo recíproco entre dos entidades de diferentes países con el principal denominado en distintas monedas, pero por el mismo importe y vencimiento, fijándose un tipo de interés consensuado.

Retomemos el ejemplo de nuestra sociedad americana y de nuestra sociedad francesa. Estas dos sociedades podrían pactar un *swap de divisas* indicando la cantidad y también el tipo de interés que se aplica, así como una fecha de intercambio predeterminada.

Podemos distinguir dos tipos de *swap de divisas* en función de los tipos de interés. El primero, el *Basis Swap* que indica que el tipo de interés de las dos divisas es variable. En este caso, se calcula la diferencia entre estos dos tipos y se consigna el resultado a ambas partes según el sentido de la evolución.

El segundo, el *swap* que propone un tipo fijo frente a un tipo variable. En este caso, los intereses se pagan del lado fijo, al igual que los *swaps* de tipos de intereses clásicos y se utiliza un tipo de interés establecido.

A continuación se muestra un ejemplo de la estructura de un *swap de divisas* entre dos empresas, en la que una (empresa A) se financia a tipo variable en dólares y paga tipo fijo en euros, mientras que la otra (empresa B) paga tipo variable en dólares y se financia a tipo fijo en euros. Al realizar el *swap*, la empresa A pasaría a pagar un tipo variable en dólares, mientras que la empresa B se encargaría de pagar su parte a tipo fijo en euros. Siguiendo con nuestro ejemplo, la empresa A sería la francesa y la B la americana. Tras el acuerdo, ambas pasan a pagar sus compras o servicios en la divisa elegida.



Por último, resulta conveniente destacar ciertas diferencias²⁶ entre el *swap de tipo de interés* (IRS) y el *swap de divisas* (*Currency Swap*).

²⁵ Explicado en la página 7 de este documento.

²⁶ En los *swap de tipos de interés* sólo hay una moneda y no hay intercambio de principales, mientras que en los *swap de divisas* hay dos monedas y puede haber intercambio de principales al vencimiento de la operación. Dado que ambos son productos OTC (a medida), puede haber intercambio de fondos al principio y al final o no haberlo ni al principio ni al final (operaciones más inusuales), con lo que habría liquidación por diferencias. Por último, en los *swaps de divisas* deben tenerse en cuenta las normas sobre el control de cambio y las contables que sean aplicadas a la permuta (instrumentos con reflejo en balance), mientras que en los *swaps de tipos de interés* no es así (instrumentos fuera de balance).

2.1.4.3. *Swaps de crédito y CDS*

Los derivados de crédito son un conjunto de instrumentos que sirven para cubrir el denominado riesgo de crédito, el riesgo de incumplimiento del contrato por parte de cualquiera de los agentes.

Las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (*credit default swaps o CDS*²⁷) son instrumentos derivados que permiten la transferencia del riesgo de impago de un instrumento de crédito entre dos contrapartes. La negociación de estos productos se lleva a cabo de forma bilateral en mercados no regulados, OTC.

Este contrato es económicamente equivalente a una fianza, donde una de las partes compra protección frente a un riesgo de crédito, durante un determinado período de tiempo, a cambio de un pago periódico. De otra parte, el vendedor de protección se compromete a realizar un determinado pago acordado para el supuesto de que un determinado evento de crédito ocurra sobre el activo de referencia. Si no ocurre ningún evento de crédito, la entidad vendedora de protección no realiza ningún pago. Los eventos de crédito, definidos en el contrato, suelen ser generalmente impagos, reestructuraciones y situaciones concursales del emisor del activo de referencia.

El precio de los CDS depende del riesgo de crédito de la entidad emisora del bono, del riesgo de crédito de la entidad emisora del seguro, de las tasas de recuperación de ambas partes y de la correlación entre las probabilidades de fallidos de ambas partes.

Utilizando un CDS, la entidad compradora de protección reduce o elimina su riesgo de crédito sin necesidad de comunicárselo a su cliente y sin vender el activo de referencia. Para el vendedor de protección, supone una posición sintética de exposición al riesgo de crédito frente al activo de referencia, sin necesidad de adquirir el activo.

En definitiva, el objetivo del CDS es la transferencia de riesgo de una empresa a otra. Por ejemplo, si un banco ha llegado al límite de crédito con una importante empresa con la que desea mantener una buena relación puede adquirir un CDS con parte de la deuda anterior y seguir realizando operaciones crediticias con esta empresa, sin con ello superar los límites de crédito que tenga establecidos.

Los CDS se utilizan en el aseguramiento de grandes corporaciones, de paquetes de referencia crediticia (CDO) o de los bonos de deuda soberana, y se dieron a conocer tras el estallido de la *crisis subprime*²⁸ («hipotecas subprime» o «hipotecas basura») en el verano del año 2007. Su monto mínimo de operación es de 10 millones de dólares y los vencimientos pueden ser a 1 año, 2, 3, 5 años o 10 años, aunque también se aplican a plazos más cortos.

A diferencia de los contratos de seguro, en los CDS el vendedor no requiere ningún tipo de regulación y no está obligado a mantener ningún tipo de reserva para pagar a los compradores. Además, mientras el contrato de un seguro ofrece una indemnización por las pérdidas efectivamente producidas por el titular de la póliza (incendio, accidente...) los CDS establecen un pago similar a los titulares, sin que exista ninguna pérdida real para ellos.

Estas características son las que permiten a los inversores asegurar el riesgo de sus operaciones, pero también especular sobre la calidad crediticia de la entidad o del paquete de títulos. Es decir, se apuesta por una parte comprando paquetes de inversiones, obligaciones de deuda colateralizada (CDO) o paquetes de deuda soberana, y por la otra se adquieren los seguros CDS en caso de que la operación fracase (default).

²⁷ www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN42_web.pdf

²⁸ www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Moneda/Moneda-148/Moneda-148-08.pdf
Recomendación: La Gran Apuesta, “The Big Shot” de Adam McKay, (2015).

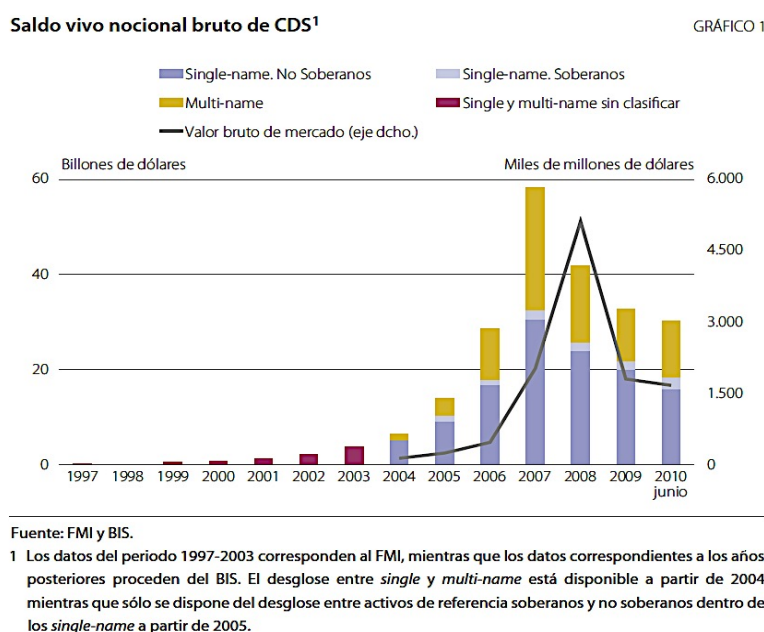
Esto fue así con las «hipotecas subprime»; los grandes bancos compraban paquetes de valores con respaldo hipotecario u obligaciones de deuda colateralizada (CDO) y los aseguraban con CDS. De esta forma ganaban por la vía normal (el pago de intereses) y también ganaban por la vía de impago (el cobro del CDS, o seguro de incumplimiento) cuando el negocio fracasaba. Por esta razón los CDS se dieron a conocer enormemente tras el colapso de las hipotecas subprime, en el año 2007.

Por lo tanto, en las inversiones vía CDS el inversionista siempre gana porque está doblemente asegurado, pero con ello, eleva el coste del seguro de impago al presionar al alza esta forma de crédito.

Lo más relevante es que los CDS se alejan de los conceptos tradicionales de «cobertura de riesgo», al precipitar y acelerar el colapso. Además, producto de su carácter desregulado, su total falta de transparencia y el enorme volumen que pueden tomar, estas permutas plantean enormes riesgos sistémicos y provocan gran volatilidad en el mercado.

Para muchos, estos instrumentos son el origen de los «activos tóxicos»²⁹ y unas armas de destrucción masiva imposibles de controlar. Hasta el momento no hay nada resuelto frente a los CDS, sólo que sus inversionistas han sido los grandes beneficiados de la última crisis económica mundial.

A continuación, en el gráfico 1, se representa la evolución del saldo vivo nominal bruto de CDS a nivel global entre los años 1997 y junio del 2010. Se ilustra el crecimiento exponencial durante los años inmediatamente anteriores al estallido de la crisis (en 2007, el saldo vivo llegó a representar el 105% del PIB mundial) y la caída en el volumen vivo de CDS que tuvo lugar al inicio de las fases más agudas de la crisis (a partir de septiembre de 2008).



2.1.4.4. Otros tipos de Swaps

Las permutas descritas anteriormente son las formas básicas de los *swaps*, pero los demandantes tienen necesidades más complejas que las explicadas en modelos básicos. Es por ello, que en este último apartado, se hará referencia a otras tipologías de permutas

²⁹ Los activos tóxicos son fondos de inversión de muy baja calidad que se crean a partir de hipotecas de personas con solvencia económica baja (respaldados por una vivienda cuyo precio real difiere bastante del especulativo). Por tanto, son activos financieros de mucho riesgo cuyo valor contable es más alto que el precio de mercado, por lo que serán muy difíciles de vender, es decir, son activos ilíquidos.

financieras que el mercado ha ido desarrollando y que son nuevas variantes elaboradas para satisfacer las nuevas necesidades de los usuarios.

Clasificaremos las innovaciones dentro de cinco grupos sin entrar en el funcionamiento ni características de cada *swap*, pues son realmente complejos y su uso menos frecuente.

○ *Swaps de tipos de interés*³⁰:

- 1) Swap fijo-fijo (Fixed to fixed Swap)
- 2) Swap cupón cero (zero coupon Swap)
- 3) Swap suelo-techo (Floor ceiling Swap)
- 4) Swap diferido (Deferred Swap)
- 5) Swap estacional (Seasonal Swap)
- 6) Swap con warrant (Warrant Swap)
- 7) Swap montaña rusa (Roller coaster Swap)
- 8) Swap de activos (Asset based Swap)
- 9) Swaps amortizable (Amortizable Swap)
- 10) Swaps de flujos de caja (Cash flow Swap)
- 11) Swap cruzado de intereses y divisas (Cocktail Swap)
- 12) Opciones sobre Swap o “Swaptions”

○ *Swaps de divisas*³¹:

- 1) Swap amortizable (Amortizable Swap)
- 2) Swap de activos (Asset based Swap)
- 3) Swap de cocktail (Cocktail Swap)
- 4) Swap de divisas con opción (Currency Option Swap)
- 5) Swap de divisas de reversión (Currency unwind Swap)
- 6) Swap de divisas fijo-fijo (Cross Currency fixed to fixed Swap)
- 7) Swap de divisas fijo-variable (Cross Currency fixed to floating Swap)
- 8) Swap de divisas variable-variable (Cross Currency Swap)
- 9) Swap directo de divisas (Straight Currency Swap)
- 10) Swap en dos divisas distintas (Dual Currency Swap)

○ *Swaps de Activos*³²:

- 1) Swap de activos sintéticos (Synthetic assets based swap)
- 2) Swap de acciones (Equity Swap)

○ *Swaps de Deuda*³³:

- 1) Por capital (Debet for equity swap)
- 2) Por deuda (Debet for debet swap)

○ *Swap de mercancías (commodity swap)*³⁴

³⁰ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 62-67; pg. 73 y ss.

³¹ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 53-61; pg. 73 y ss.

³² Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 99.

³³ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 71.

³⁴ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 100.

2.1.5. Ventajas e inconvenientes de los Swaps

Las permutas financieras son utilizadas por los agentes pues permiten cubrir posiciones que presentan riesgos por tipo de interés o de cambio, de forma mas económica y a mayor plazo que otras alternativas de cobertura como los futuros.

Además, presentan una alta flexibilidad a la hora de determinar las condiciones del contrato, al ser instrumentos a medida desarrollados en mercados OTC. Así, las partes pueden determinar el perfil de intereses y divisas que mejor se adapte a sus necesidades.

Por otro lado, posibilitan la reducción de los costes de financiación (*swaps sobre tipos de interés*) y acceso a ésta en la divisa elegida (*swaps de divisas*).

También, como se ha comentado en las funciones y aplicaciones de los *swaps*, éstos contratos permiten el acceso a otros mercados financieros.

Pero una de las principales ventajas³⁵ de estas operaciones para las sociedades es la amortiguación del efecto temporal de los costes financieros sobre el resultado contable de varios ejercicios, para el supuesto de que tengan costes financieros elevados, permitiéndoles reequilibrar sus resultados. La anticipación o posposición de estas anotaciones contables conllevará pues la aparición de ciertos beneficios fiscales en un determinado momento.

Unido a lo anterior, la consideración de las permutas financieras como elementos fuera de balance, y por tanto, su único reflejo en la cuenta de resultados como pérdida o beneficio, justifica la utilización positiva de estos instrumentos en la gestión de la estructura financiera de las empresas.

El riesgo de crédito es una de las principales desventajas³⁶ de estas operaciones. Estos productos, al no negociarse en mercados organizados, conllevan riesgo de incumplimiento contractual que queda limitado por la liquidación por diferencias. Las posibles pérdidas dependerán de la dirección seguida por los tipos de interés, que son los que determinan el signo de la liquidación.

Asimismo, otro de los inconvenientes, es que estos acuerdos mayoritariamente se llevan a cabo en un mercado mayorista cerrado para el pequeño inversor.

El dilema flexibilidad-liquidez es otra preocupación para los agentes que participan en estos acuerdos. Ya hemos mencionado que este producto derivado se negocia en mercados no organizados y por tanto posee gran flexibilidad, pero son los mercados organizados los que aseguran la liquidez de los contratos, por lo que sin cámara de compensación no hay seguridad en la operación.

2.1.6. El Mercado de Swaps en la actualidad

Que el mercado de *swaps* ha crecido exponencialmente en los últimos años no es una novedad, ya lo llevamos explicando durante todo el presente trabajo, pero hasta el momento no habíamos hablado de cifras.

Los últimos datos extraídos de la encuesta trienal³⁷ sobre el mercado de divisas y el mercado de derivados OTC en España, realizada en el mes de abril de 2016 por parte del Banco de España, estima que el volumen medio diario negociado de contratos swap es de 19 mil millones de dólares USA, representando el 59% del mercado español de divisas.

³⁵ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 37.

³⁶ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 38.

³⁷ www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/16/Arc/Fic/presbe2016_39.pdf

En el ámbito internacional, el mercado de *swaps* es un mercado institucional, con estructura descentralizada y libre reglamentación. Es el ISDA (*International Swap Dealers Association*)³⁸, quien propone la normativa, pero carece de poder legal, es sólo un foro de debate.

Desde 1985, el ISDA ha trabajado para conseguir que los mercados de derivados globales sean más seguros y eficientes. Hoy en día esta institución cuenta con 850 miembros de 66 países diferentes. Estos participantes pueden ser tanto particulares como entidades financieras, gobiernos u otros agentes.

El ISDA es una organización profesional que agrupa a los principales participantes del mercado de *swaps* y ha establecido un contrato marco para operaciones en derivados entre las instituciones financieras. En él se describen las definiciones y condiciones generales que regularán cualquier derivado contratado entre dos instituciones financieras. La admisión a negociación de cualquier *swap* bajo el contrato marco de ISDA es voluntaria, pero suele hacerse ya que evita tener que redactar y negociar todas las condiciones y definiciones cada vez que se pacta una operación.

En España, en octubre de 1988, la *Comisión de Estudios del Mercado Monetario (CEMM)* aprueba el modelo de contrato marco³⁹, el SWAPCEMM que viene a normalizar las prácticas de mercado; a regular las condiciones de estas permutas financieras. El contrato está previsto para la legislación española y se compone de un contrato marco y varios anexos.

Los contratos marco establecidos por el ISDA son los que utilizan las entidades financieras como intermediarios en estas operaciones. El papel de la banca en el mercado de *swaps* es recoger información acerca de las operaciones *swaps* que los clientes desean, cruzando las operaciones recíprocas y realizando una labor de intermediación. Reducen el riesgo de contrapartida, al situarse como asegurador entre las partes que acuerdan un *swap* y ofrece mayor flexibilidad a la hora de cancelar posiciones con anterioridad a su vencimiento, por su presencia activa en el mercado secundario de *swaps*. Además, facilitan la liquidación de diferencias resultante de las operaciones, cargando o abonando según proceda a cada cliente. En definitiva, aportan liquidez al mercado y seguridad y garantías en el cumplimiento de los acuerdos.

A día de hoy, las permutas financieras permiten nuevas estrategias de coberturas y de gestión general de ciertos riesgos, sobre todo empresariales, y en particular los relativos al tipo de interés y al tipo de cambio de las monedas correspondientes a las operaciones financieras principales de las compañías. El mayor volumen de estas permutas se lleva a cabo por parte de las sociedades mercantiles, para la reducción de riesgos en operaciones de cobertura.

Para concluir, las expectativas sobre el crecimiento de este mercado son muy superiores a las del resto de los mercados financieros. A pesar del elevado volumen de contratación actual, la versatilidad de este producto financiero puede propiciar todavía incrementos sustanciales en el futuro.

Una muestra de estas perspectivas tan optimistas es el plan de la sociedad MEFF para actuar como «Cámara de Compensación» en este mercado, es decir, crear un mercado organizado para regular estos contratos entre los agentes, como ya viene haciendo en los de otros productos financieros. Será éste entonces uno de los proyectos que está tratando de responder a las necesidades que desde hace varios años viene exponiendo ISDA en este sentido.

³⁸ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 135.

³⁹ www.aebanca.es/es/Deinteressectorial/ContratoMarcodeOperacionesFinancieras/index.htm

2.2. Segunda parte: naturaleza jurídica

2.2.1. Delimitación conceptual de la permuta financiera

Como ya venimos comentando durante todo el presente trabajo diseñar un concepto de permuta financiera presenta ciertas dificultades, pues el término *swap* viene aludiendo en el ámbito financiero a operaciones que presentan estructuras jurídicas muy diferentes. La expresión *swap*, de origen anglosajón, tiene un carácter más amplio⁴⁰ refiriéndose tanto al mercado de cambio (venta de divisas a plazo) como a las operaciones basadas en mercados de intereses y divisas.

Por otro lado, en la práctica, a la hora de definir este concepto suelen entremezclarse cuestiones económicas y jurídicas: operaciones económicas de distinta índole con acuerdos nacidos del mismo contrato marco. Así, el contrato de permuta financiera puede estructurarse en dos fases: de un lado el contrato marco que regulará las relaciones futuras entre las partes, y de otro el propio objeto del contrato que obliga a las partes al pago de las cantidades establecidas, en el que puede involucrarse también un tercero (intermediario, entidades financieras) que asegura el cumplimiento del acuerdo.

Por tanto, desde el punto de vista económico nos encontramos ante un mero intercambio de flujos de caja entre dos agentes que, y aquí subyace la base jurídica, asumen obligaciones recíprocas de hacerse pagos en el tiempo.

Entonces pues, llegados a este punto, estamos en condiciones de afirmar de forma general⁴¹ que, la permuta financiera se fundamenta en un acuerdo por el que las contrapartes establecen abonarse recíprocamente corrientes liquidas, bien de pagos (cargas financieras) o cobros (activos), en la misma o diferente moneda durante un periodo de tiempo prefijado, siendo dichos flujos ciertos en el momento del acuerdo o estableciéndose las bases sobre los que serán calculados. Esta sería la definición jurídico-económica. Pero, en síntesis y con carácter general teniendo en cuenta su naturaleza jurídica, podemos describir la *permuta financiera* como un contrato mercantil en virtud del cual dos partes, denominados usuarios finales, se obligan a hacerse pagos recíprocos en fechas convenidas, en la misma o distintas monedas, estableciéndose las cantidades que mutuamente han de abonarse de forma cierta o en base a módulos objetivos.

2.2.2. Legislación

Durante los últimos años son numerosos los casos o problemáticas derivadas del *contrato de Swap*, ya que su uso por parte de los agentes ha ido aumentando conforme ha ido aumentando su popularidad.

Para hacer un análisis adecuado de cada caso o conflicto, hay que hacer el esfuerzo de trasladarse al año en el que se firmaron. Actualmente, muchas personas tienen una idea de la problemática que implica el producto, pero en los años en los que principalmente se produjo la contratación no se conocían estos contratos y los clientes confiaban en la buena fe del intermediario, de las entidades financieras.

En la legislación española no hay ninguna regulación específica del *contrato de permuta financiera o swap*, y el régimen jurídico aplicable a éstos es el siguiente, por orden de prevalencia:

- i. Disposiciones aplicables de la Ley del Mercado de Valores.

⁴⁰ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 30 y 31.

⁴¹ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 46.

- ii. Normas imperativas sobre obligaciones y contratos.
- iii. Lo dispuesto en el propio *contrato de Swap*.
- iv. Normas dispositivas de contratos mercantiles aplicables.

Como hemos visto en apartados anteriores, las entidades financieras comercializaron estos productos apoyadas en la obligación legal de ofrecer productos de cobertura para los préstamos a interés variable, que establece el artículo 19 de la Ley 36/2003. Y, en todos los casos, el inversor minorista tenía una cobertura legal que le permitía reclamar con posibilidades de éxito.

La colocación de *swaps* con sus múltiples variantes se ha producido en diferentes momentos, principalmente desde el año 2007. En el tiempo transcurrido han ido entrando en vigor diferentes normas que les han ido afectando.

Antes de la entrada en vigor de la Ley 47/2007, la protección del inversor no estaba tan estructurada, pero en cualquier caso la entidad financiera debía obtener información sobre su cliente para poder aconsejarle, y debía actuar de forma leal cuidando los intereses de éste.

A continuación, se detallan los abundantes argumentos legales que existen para defender a los perjudicados por contratos de permuta financiera o *swaps*.

- *Real Decreto 629/1993*

En él se establece un anexo sobre normas de actuación en el mercado de valores recogido en un Código General de Conducta, que ya establecía la obligación de las entidades de actuar con cuidado y diligencia en sus operaciones.

- *Ley del Mercado de Valores*

La ley 24/1988 de 24 de julio, que se ha ido modificando desde el año 2000 todos los años salvo en 2008. Es la pieza fundamental para la protección de los inversores.

- *Ley 47/07 y Real Decreto 217/08*

Estas normas trasladan a la legislación española las directivas comunitarias 2004/39 de la CE sobre los mercados de instrumentos financieros, desarrollada por la directiva CE 2006/76 y el Reglamento de la CE 1287/2006 sobre MiFID. El RD 217/08 sobre empresas de servicios de inversión obliga a las entidades financieras a que proporcionen a sus clientes minoristas o particulares una descripción del riesgo de los instrumentos financieros.

- *Ordenes Ministeriales*

La publicidad sobre productos bancarios está muy regulada y cualquier información que se proporcione debe realizarse de manera clara y no engañosa. Se debe cumplir la normativa establecida en la Orden EHA/1718/2010 de 11 de junio.

- *Circulares del Banco de España*

No tienen poder sancionador pero nos pueden ayudar a demostrar que la actuación del banco no fue la correcta. Si el nombre puede originar dudas sobre la naturaleza jurídica de la operación, habrá de completarse dicha denominación para aclarar su naturaleza.

- *Ley 7/1998 de Condiciones Generales de Contratación*

El artículo 5.1 exige que para que se incorporen condiciones generales al contrato se debe haber informado expresamente sobre las mismas. El artículo 5.5 exige transparencia, claridad, concreción y sencillez.

- *Ley 26/88 de Disciplina e Intervención de la Entidades de Crédito*

Esta ley ha sido desarrollada por la OMH de 12/12/1989 y una circular del Banco de España, e impone una forma de conducirse a las entidades para la protección del cliente bancario.

Por último, es necesario mencionar el artículo 51 de la *Constitución Española* sobre el deber de los poderes públicos de proteger a los consumidores, y el *Código Civil* en cuanto a la exigencia de buena fe (artículo 7), la nulidad del contrato por error en el consentimiento (artículo 1.264), la anulación del contrato por vicios en el consentimiento (artículo 1.300), la resolución basada en el incumplimiento del deber de información (artículo 1.124) y la responsabilidad por dolo o negligencia del banco (artículos 1.101, 1.902 y 1.903).

2.2.3. Características jurídicas y elementos del contrato de *swap*

○ Elementos personales⁴²

En los contratos de permuta financiera podemos hablar de dos tipos de intervinientes: las partes contratantes o usuarios finales y los intermediarios financieros o agentes mediadores.

Las partes contratantes o usuarios finales son los participantes en el mismo contrato, los que toman parte activa en este tipo de operaciones: entidades financieras, compañías de seguros, grandes empresas... Lo hacen con el objetivo de intercambiar su exposición al riesgo por oscilaciones en el tipo de interés, en el de cambio, de índices preestablecidos, o en base a alguna motivación económica o financiera.

Los intermediarios financieros o agentes mediadores, que dada la complejidad de los contratos y el riesgo derivado de que la otra parte del contrato incumpla sus obligaciones, están cada vez más presentes en estos acuerdos. Las entidades financieras o bancarias son las que intervienen en estos contratos y lo pueden hacer de las siguientes maneras:

1. Como simples mediadores (*brokers*), poniendo en contacto a las partes que desean realizar la operación sin asumir riesgo alguno. Se aplicarán las reglas propias del contrato de mediación y corretaje del país en el que se realice el acuerdo y los intermediarios percibirán el correspondiente precio por este servicio.
2. Como comisionistas o mandatarios, que actúan en nombre propio o del tercero. Dependiendo de si el tipo de acuerdo entre el banco y el agente contratante del *swap* conlleva o no la posibilidad de que la entidad asuma cierto riesgo de no percibir los pagos acordados, ésta cargará unas determinadas comisiones o aplicará cierto tipo de garantías al cliente.
3. Como contraparte principal sin tener ninguna motivación económica en la operación entre dos permutas opuestas (*dealers*), actuando como creadores de mercado (*market to makers*). Intervienen como contraparte en cualquier permuta que les resulte atractiva, pudiendo cerrar la operación sin contrapartida en un momento y encontrarla después. Estas permutas quedan integradas en la cartera de la entidad.
4. Como contraparte en sentido estricto o usuario final, es decir, como parte contratante directa del *swap*. Las finalidades comerciales entonces son dos: procurarse operaciones para intervenir en otras sin contrapartida y especular con estos productos.

○ Objeto del contrato⁴³

El objeto del contrato varía según la clase de permuta financiera, pero con carácter general, el objeto son las corrientes monetarias que se transfieren recíprocamente las partes de forma cierta o en base a unos módulos objetivos previamente convenidos.

Desde el punto de vista económico, el núcleo fundamental del *swap* es el pago de los flujos de caja, mientras que desde el punto de vista jurídico, lo son las prestaciones dinerarias que las partes deben hacerse.

⁴² Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 105 a 108.

⁴³ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 109.

○ *Causa del contrato*⁴⁴

El *contrato de Swap* es un contrato principal y único que tiene causa propia y que produce relaciones obligacionales diferenciadas de otros contratos; genera por sí obligaciones propias que las partes deben cumplir.

La causa del contrato está en el hecho de que el negocio contiene no sólo la mera promesa de una prestación, sino también la obligación relativa a la intención jurídica que se da y se recibe de esa promesa. Y, se fundamenta en el compromiso recíproco de las partes de hacerse contraprestaciones que sirven de arbitraje entre mercados y para reestructurar una deuda financiera.

○ *Forma y documentación del contrato: el contrato-marco ISDA*⁴⁵

El *contrato de Swap* es un contrato altamente estandarizado, dado el carácter OTC del mismo, ya comentado en anteriores apartados de este trabajo. Normalmente, se utilizan modelos de contratos prerredactados, comunes, inamovibles y aceptados por los agentes intervinientes en el *swap*. Los más importantes, los ISDA, de la *International Swap Dealers Association*.

Precisamente por esa estandarización, se ha considerado tradicionalmente que los aspectos legales del *contrato de Swap* y el estudio de esta figura desde el punto de vista jurídico era irrelevante. Pero nada más lejos de la realidad, este acuerdo tiene una alta complejidad legal y las autoridades deberían hacer un análisis preciso y completo de las implicaciones jurídicas del mismo, que son muchas y muy variadas.

El *ISDA Master Agreement* es un acuerdo marco normalizado que se utiliza de forma habitual en operaciones financieras con instrumentos derivados en los mercados internacionales. Este modelo normalizado se completa y complementa con todo un repertorio de documentos adicionales, que definen exactamente tanto los términos más generales como los supuestos específicos que puedan afectar a las operaciones; ya sean derivados de las variaciones del tipo de cambio, de la aplicación de unos tipos de interés u otros, de la suspensión de la cotización del activo subyacente que haya de determinar el precio de la operación concertada, de los mecanismos previstos para acreditar el incumplimiento de determinadas obligaciones de las partes, o del carácter hábil o inhábil de cada uno de los días del plazo de vigencia del contrato, en el momento en que la liquidación de la operación haya de efectuarse.

La mayor parte de los agentes, por no decir todos, utilizan el modelo de contrato ISDA, cuyos aspectos fundamentales se explicarán a continuación.

Los contratos ISDA se estructuran en tres fases: la primera es un *Master Agreement* o contrato marco o principal, en el que se plasman las condiciones generales que son aplicables a todo tipo de *swaps*.

Al *Master Agreement* se añaden sus correspondientes anexos, que se componen de todas las previsiones jurídicas, éstas ya particulares y específicas de cada contrato. En los anexos se establecen la ley y jurisdicción aplicables y excepciones y adiciones a cada tipo específico de causa de vencimiento anticipado.

Finalmente se firma una *Confirmation*, en la que se plasman todos los aspectos técnicos y financieros del *swap*.

El *Master Agreement* establece una serie de obligaciones para las partes que estarán vigentes, salvo que tenga lugar lo que se denomina en el propio contrato como *Event of Default* (supuesto de incumplimiento) o *Termination Event* (supuesto de vencimiento anticipado);

⁴⁴ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 110.

⁴⁵ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 116 a 125.

FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 126 a 142.

ambos se comentarán también en el apartado de terminación del contrato (2.2.5.). En caso de que uno de los anteriores tenga lugar, el contrato establece el procedimiento a seguir y las obligaciones que las partes tendrán a raíz de ello.

El contrato también prevé la posibilidad de que se realice una compensación entre las obligaciones de pago generadas por el mismo, con otras obligaciones de operaciones ejecutadas en contratos previos entre las mismas partes. Todo ello se especificará en el apartado de *Confirmation*.

El *Master Agreement* presta una importante atención a los aspectos fiscales de las operaciones, de esta forma, se prevén supuestos de vencimiento anticipado con causa en obligaciones tributarias sobrevenidas y asimismo, se detallan los procedimientos a seguir cuando sea necesario realizar una retención sobre un pago derivado del contrato y un sistema de tributos cuya imposición genera el deber de indemnización, de tal forma que a la contraparte haya que abonarle el bruto, sin descontar el importe del impuesto.

Además, en el *Master Agreement*, se establece un sistema de manifestaciones que deben realizar las partes para que el contrato tenga efecto y que si resultan ser falsas implican la existencia de un supuesto de incumplimiento. Estas manifestaciones se pueden clasificar en:

- i. Generales: constitución correcta de las sociedades que son parte del contrato, validez de los poderes de quienes firman el contrato, inexistencia de conflictos de interés o violación de leyes a raíz de la firma del contrato, vigencia de todas las autorizaciones administrativas necesarias para la firma...
- ii. De inexistencia al tiempo de la firma: supuestos de incumplimiento o vencimiento anticipado, pleitos que puedan afectar a la validez del contrato (en relación con las partes, y sus entidades relacionadas), y de actuación bajo contrato de agencia.

Por último, en este modelo de contrato, los agentes libremente pueden determinar la ley y jurisdicción aplicables, aunque deberán respetar las reglas establecidas por el artículo 10.5 del Código Civil y el Convenio de Roma de 1980 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales.

2.2.4. Contenido obligacional y negociabilidad

o Obligaciones de las partes⁴⁶

Como ya hemos comentado en repetidas ocasiones, en los contratos de permuta financiera, las obligaciones de las partes vienen determinadas por los pagos compensados que deben hacerse mutuamente en las fechas establecidas, así como el cumplimiento de otras obligaciones estipuladas en el contrato.

Toda operación de *swap* llevará implícita alguna o algunas de las siguientes obligaciones:

1. Pago del principal en el momento en que ésta se perfecciona, si así se ha acordado.
2. Compromiso de transferir el principal a su vencimiento en la divisa pactada.
3. Pago periódico de flujos monetarios según oscilación de tipos de interés, de tipos de cambio, índices...
4. Liquidaciones temporales a realizar por diferencias, sobre los pagos del punto anterior.
5. Abono de gastos, impuestos y comisiones durante la vigencia de la operación.
6. Abono de compensaciones por vencimiento anticipado, por causas objetivas o por resolución motivada del incumplimiento de la contraparte.

⁴⁶ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera: (Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 131 a 138.

Para atenerse al cumplimiento estricto del contrato es preciso que las obligaciones de las partes queden perfectamente determinadas, así como otros factores que influyen en el cumplimiento del contrato: las distintas fechas de ejecución, frecuencia de las liquidaciones o la posición pagadora fija o variable que ostenta cada parte, que quedarán prefijadas de antemano. Variará normalmente en los casos en que se trate de unos tipos de *swap* u otros.

En conclusión, la obligación fundamental en una permuta es el pago de las cantidades dinerarias (flujos o corrientes monetarias en términos económicos) en los tiempos pactados, bien de intereses de la otra parte, bien de divisas pactadas, o por fluctuaciones de los índices... El último pago del principal ha de efectuarse a la fecha de vencimiento, que coincidirá con la de liquidación. En las fechas de liquidación, la contraparte que soporte mayor tipo o el índice más alto de las dos, para el período de intereses o flujos que termina en ese momento, abonará a la otra el diferencial resultante del acuerdo con las reglas de determinación de los importes fijo y variable.

o *Negociabilidad de las permutas*⁴⁷

Las permutas financieras son operaciones «a medida», es decir, son contratos elaborados en función de las necesidades de los usuarios en cada momento, por lo que se realizan fuera de los mercados organizados. Esto implica una relación directa entre los dos agentes contratantes, sin que exista ningún órgano o entidad que se interponga jurídicamente entre ellos; a diferencia de los mercados organizados en los que el órgano encargado de la negociación es la «Cámara de Compensación».

Esta característica hace de los instrumentos financieros OTC herramientas altamente flexibles para la gestión empresarial, pero supone un obstáculo a la liquidez; pues ésta es mayor cuando las cámaras de compensación actúan garantizando el cumplimiento de las obligaciones pactadas por los agentes.

Por ello, son varias las posibilidades de negociación que se presentan para las permutas financieras, tanto en un primer mercado como en una segunda negociación, sea oficial o no:

1. Cesión total de la permuta a un tercero, que asume la posición de usuario final, subrogándose los derechos y obligaciones del cedente. Es un supuesto de cesión contractual en el que existe una novación subjetiva.
2. Cesión parcial a otra u otras personas. En este caso, el tercero asumiría algún derecho u obligación contractual. Sería una cesión de crédito no endosable al portador que se regula en los artículos 347 y 348 del Código de Comercio.
3. Negociación en un mercado secundario a través de un proceso distributivo exento de oferta pública y de aceptación, por lo que de llevarse a cabo su negociación justificaría la inexistencia de mercados primarios o de emisión de permutas financieras.

Pero, como ya hemos comentado en párrafos anteriores, la iliquidez de este mercado es un problema para los agentes que participan en él. Con el objetivo de facilitar la liquidez y simplificar los problemas legales de la cesión o negociación de las permutas, se han propuesto dos soluciones: establecer una cámara de compensación de permutas, un órgano que certifique y asegure estas operaciones; o una segunda opción, que pasaría por la titulización de las permutas estructurando el *swap* en un doble contrato entre las dos partes respecto de un determinado activo, aunque se perdería el carácter de la reciprocidad.

⁴⁷ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 139 a 146.

2.2.5. Terminación del contrato

La terminación o extinción del *contrato de Swap* no presenta diferencias marcadas en relación a la teoría general de las obligaciones y contratos, salvo las que se derivan de las cláusulas pactadas entre los agentes de la operación (contrato bilateral, OTC).

La terminación o extinción de un negocio jurídico puede tener lugar por varias causas, produciéndose la desaparición del contrato y la consiguiente desvinculación de las partes tras haberse cumplido todas las obligaciones del mismo o haberse producido ciertos efectos jurídicos. Por tanto habrá que distinguir entre ineficacia del contrato y la extinción propiamente dicha.

La ineficacia supone una sanción jurídica en determinadas circunstancias, por lo que el contrato no surte efecto. Además, puede obedecer a invalidez o nulidad, por operar alguna causa de rescisión o por concurrir motivos de resolución o revocación.

La extinción da lugar a múltiples interpretaciones. El contrato se puede extinguir cuando se produzca el pago o cumplimiento, por desistimiento, resolución, pérdida de la cosa debida, condonación, confusión, compensación o novación.

○ *Consumación por pago o cumplimiento*⁴⁸

La forma normal de terminación del contrato es por consumación o pago, es decir, los agentes saldan las obligaciones con el pago acordado en el momento de la liquidación. Por consiguiente, se produce la desaparición del contrato como consecuencia de haberse cumplido todas las obligaciones pactadas en el mismo.

○ *Vencimiento anticipado*⁴⁹

Fundamentado en la alteración de las circunstancias objetivas de la conclusión del contrato.

Suponen la existencia de vencimiento anticipado las siguientes causas:

- I. La llegada de situaciones en las que, por cualquier causa, el cumplimiento de las obligaciones del contrato de *swap* fuera contrario a la ley aplicable.
- II. Un supuesto de fuerza mayor, una situación en virtud de la que deriva imposible cumplir con las obligaciones del contrato.
- III. El suceso de los llamados eventos tributarios, que tendrán lugar cuando una de las partes tenga que pagar a la otra una indemnización por impuestos; o sea necesario retener o deducir una cantidad de un pago a la otra parte.
- IV. En supuestos definidos en el apartado anterior, cuando éstos se produzcan como consecuencia de una fusión u operación asimilada.
- V. Los llamados eventos de crédito después de la fusión, que tendrán lugar cuando tras una fusión, una toma de control o un cambio sustancial en la titularidad del capital de la sociedad, el crédito de la sociedad resultante sea menor a aquel de la sociedad con la que se contrató.
- VI. Todos los que a tal efecto se establezcan en los anexos del *Master Agreement* (explicado en el apartado 2.2.3.).

○ *Resolución por incumplimiento*⁵⁰

En nuestro ordenamiento jurídico, en el artículo 1.124 del Código Civil, se contempla que una de las partes, en obligaciones recíprocas, pueda exigir el cumplimiento cuando la contraparte incumpla lo que le incumbe, con resarcimiento de daños y abono de intereses.

⁴⁸ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 149.

⁴⁹ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 150 a 153.

⁵⁰ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pgs. 155 a 161.

Desencadenan la existencia de un supuesto de incumplimiento:

- I. Falta de pago de alguna cantidad debida a resultas del contrato cuando haya transcurrido un día hábil desde la notificación de impago.
- II. Incumplimiento de obligaciones, distintas de obligaciones de pago, cuando hayan transcurrido treinta días hábiles desde la notificación de incumplimiento.
- III. Incumplimiento de obligaciones de uno de los documentos por medio de los cuales se garantizan por un tercero los eventuales pagos derivados del contrato.
- IV. Invalidez o vencimiento del documento anterior.
- V. Falsedad o inexactitud de una manifestación.
- VI. Disolución de una de las partes, si es persona jurídica, o concurso.
- VII. Fusión y operaciones asimiladas que afecte a una de las partes, si es persona jurídica, y si la sociedad resultante no asume las obligaciones del *contrato de Swap*.
- VIII. Negación, proclamación de invalidez o rechazo por una de las partes.

○ *Rescisión*⁵¹

La rescisión de un contrato se produce cuando, siendo válido en términos jurídicos, contiene efectos que sitúan a una de las partes o a un tercero en posición que no se corresponde con la intención y el efecto contractual que se pretendía y que resulta manifiestamente lesiva o improcedente, por la que la ley autoriza al afectado a rescindir el contrato, a dar por terminada su eficacia (artículos 1.290 a 1.299 del Código Civil).

○ *Prescripción y caducidad*⁵²

El tiempo también influye en la eficacia en la forma de los contratos. En el Código de Comercio la prescripción se regula en los artículos 942 a 954, aplicado a la extinción de los contratos, liberando al obligado de cumplir las estipulaciones si los derechos de la otra parte hubieran prescrito, puesto que con tal prescripción queda desamparado por la ley para exigir el cumplimiento por la vía judicial.

La caducidad supone la pérdida fatal de un derecho por lapsus objetivo de un término, sin posibilidad de interrupción y por causas previstas en la ley y en la voluntad contractual. Por tanto, habría que ver la posibilidad de haberse establecido pactos que hagan caducar dichos derechos.

2.2.6. *Delimitación negativa: diferencias con otros contratos típicos*

Habiendo identificado la definición y las características generales de los *swaps* y de sus contratos, podemos pasar a compararlo con otros productos financieros.

Los instrumentos jurídico-financieros que a continuación expondremos tienen otros objetos y causas que les diferencian. La aparición de toda esta gama de instrumentos financieros hace necesario precisar la diferenciación de las permutas financieras con instrumentos afines como la prenda, el depósito, el préstamo, la venta condicionada, la permuta, el seguro de cambio, los futuros y FRA, la compraventa y el seguro.

Analizaremos pues los diferentes contratos mencionados en el párrafo anterior que tienen algún tipo de unión con los *contratos de Swap* con un doble objetivo: buscar si uno de los contratos típicos podría dar el propio régimen jurídico a los *swaps* y, por tanto, si esta sería la manera más sencilla de completar la definición y comprensión de estos acuerdos.

⁵¹ Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 162.

⁵² Vega Vega, J.A.: *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*. Cizur Menor, Aranzadi, 2002, pg. 162.

A lo largo de los siguientes párrafos, comenzaremos citando los artículos del Código Civil Francés como punto de referencia y de comparación con el Código Civil Español, para después pasar a la comparativa con los *contratos de Swap*.

Nuestra metodología de calificación empezará con una comparación entre diferentes tipos de contratos típicos para verificar que los *swaps* no pueden estar comprendidos en esta categoría, y llegar así a la única calificación demostrable hasta el momento, que el *contrato de Swap* es un contrato atípico. Todas las razones por las que se demostrará que éste es un contrato atípico estarán en el apartado de conclusiones del presente documento.

2.2.6.1. Comparación con la prenda⁵³

Según los artículos 2.071 y 2.072 del Código Civil Francés, «la prenda es la forma mobiliaria de la garantía; se puede definir como el contrato mediante el cual un deudor repone una cosa a su acreedor para la seguridad de su deuda».

En el Código Civil Español (artículos 1.863 a 1.869), la prenda es un derecho real de garantía mobiliaria que exige el desplazamiento posesorio.

La prenda, en su acepción de derecho real, puede ser definida como «un derecho real constituido para garantía de una obligación, en una cosa ajena, que entra en la posesión del acreedor o de un tercero, y por virtud del cual, el acreedor puede promover a su tiempo la venta de la cosa empeñada para satisfacer con su importe las responsabilidades pecuniarias que nazcan de la obligación garantizada»⁵⁴.

Ciertamente, los *swaps* se aproximarían más a la prenda irregular, consistente en la entrega de dinero (o de otra cosa tangible), cuando el acreedor no adquiere la obligación de devolver las mismas entregadas, sino otro tanto de la misma especie y calidad.

Las dos características definitorias del derecho de prenda son la naturaleza mueble del objeto y el desplazamiento posesorio. La prenda no otorga a quien la posee la posibilidad de venderla, sólo traslada la posesión y no el dominio del bien hipotecado.

La permuta financiera presenta cierta similitud con la prenda. El *swap* es un préstamo de dinero garantizado de la prenda numérica, puesto por el deudor al acreedor por un período definido y limitado en el tiempo. La prenda da el derecho al acreedor de mantener la cosa rechazándole la devolución del objeto puesto en prenda al deudor, hasta que éste complete el pago de la deuda. Es por tanto un procedimiento de justicia privado que permite presionar al deudor hasta que ejecute su obligación.

Ahora nos centramos en las diferencias. El mecanismo descrito anteriormente funciona únicamente para los *swap de divisas* con transferencia inicial del notional. El préstamo a prenda no puede explicar el pago de una simple diferencia sobre los tipos de cambio o tipos de interés y, al mismo tiempo, los *swap de divisas* sin transferencia inicial del capital aparecen como una operación desequilibrada o una resolución de una prenda que nunca hubiera sido otorgada. Resumiendo, los *swap de tipos de interés* no están considerados por esta descripción, tienen una sola fase, la del pago continuado.

Una segunda explicación: en los *swap de divisas* con transferencia inicial del capital las dos partes tienen obligaciones perfectamente simétricas. La operación se analiza como un préstamo a prenda de A a B, pero se podría analizar también como un préstamo a prenda de B a A. Eso significa que la misma obligación podría estar calificada del mismo modo, tanto si se trata de un préstamo como de una prenda.

⁵³ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 301 a 303.

El contrato de prenda es accesorio, es decir, la existencia de un crédito destinado a garantizar. En el *swap* no es posible encontrar una unión de subordinación entre las dos obligaciones recíprocas de las partes, las dos obligaciones están en el mismo plano. Si consideramos que A permite un préstamo garantizado de una prenda a B, la explicación no es satisfactoria porque la prenda ofrecida a B no es accesoria desde el punto de vista de A. Entonces pues, la prenda crea un derecho real, y es precisamente esto incompatible con la naturaleza de la obligación pecuniaria de los *swaps*, que ya hemos observado.

2.2.6.2. Comparación con el depósito⁵⁵

Según el Código Civil Francés «el depósito, en general, es un acto mediante el cual se recibe la cosa de otro, al fin de conservarla y devolverla en naturaleza» (artículo 1.915).

El Código Civil Español define como contrato de depósito «aquel por el que dos personas, llamadas depositante (o deponente) y depositario, acuerdan que éste se obliga a favor de aquel a guardar una cosa mueble y restituírsela cuando se la pida» (artículos 1.758 y 1.761).

Las obligaciones que nacen del depósito son las de guardar y devolver la cosa, las dos a cargo del depositario, o si se pacta el pago de una retribución por el depositante, ya que entonces la obligación de pagar es contrapartida de la de custodia.

Podemos afirmar que, mientras en el depósito regular existe la obligación de devolución de la misma cosa recibida cuya propiedad no se transmitió, en el depósito irregular no existe la obligación de devolver lo mismo recibido, sino otro tanto de la misma especie calidad cuya propiedad sí se ha transmitido al depositario.

Así, el *swap* podría constituir un instrumento compuesto por dos depósitos, cruzados y siendo la causa recíproca el uno del otro. Una parte acepta depositar una cantidad de divisas a la otra parte a condición de que ésta última obtenga el mismo importe, un equivalente.

En fin, la unión de casualidad entre dos contrayentes da la seguridad buscada en la transacción: si una de las partes no devuelve el depósito, la otra parte tendrá el derecho de retener la cosa depositada, una interpretación que encuentra muchas críticas.

Si la entrega de la cosa tuviera otro fin que no fuese el de conservarla ya no se trataría de un depósito, sino de otro contrato, aunque quien ha recibido la cosa sigue estando obligado a devolverla en las mismas condiciones. Es evidente que en el caso de los *swap* la obtención del importe de dinero y de su reembolso son las únicas obligaciones que interesan a las partes y que justifican el contrato, por lo que el primer criterio del depósito no está satisfecho.

Se puede añadir que el régimen jurídico del depósito que creíamos poder asemejar al de los *swap* no es el mismo. La doctrina y la jurisprudencia han dado una respuesta clara en relación a la cuestión que explica si el depósito de sumas de dinero es un depósito propiamente dicho o es un depósito irregular. El artículo 1.930 del Código Civil Francés, según el cual el depositario no debe utilizar la cosa que le ha sido confiada, debería aplicarse al igual que el principio de la devolución de la cosa al instante exigido por el depositante. Pero estos principios no se prevén en las cláusulas de ningún *contrato de Swap*.

Por último, los intereses sobre los importes del capital confiado no se podrían justificar en el caso de un depósito. Se podría asimilar a un salario ingresado al depositario, pero éste sería así el reflejo de la evolución de los tipos del mercado de capitales y no la remuneración del servicio de custodia cumplido por el contrayente. En los *swap*, los tipos de interés son muy importantes, pero la teoría de los depósitos cruzados no permite evidenciarlos.

⁵⁵ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 304 a 306.

2.2.6.3. Comparación con el préstamo⁵⁶

Doctrinalmente, el préstamo puede definirse como «aquel contrato por el cual una persona (llamada prestamista) entrega una cosa a otra (llamada prestatario), para que se sirva de ella, obligándose esta última a restituir dicha cosa después de haberla utilizado».

El Código Civil Español lo define en el artículo 1.740 asociando dos conceptos, «el contrato de préstamo, una de las partes entrega a otra la cosa para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva, en cuyo caso se llama comodato, o dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad, en cuyo caso conserva simplemente el nombre de préstamo. El comodato es esencialmente gratuito. El simple préstamo puede ser gratuito o con pacto de pagar interés».

En los artículos 1.874 y siguientes del Código Civil Francés se distinguen dos tipos de préstamos: el préstamo por el uso y el préstamo para el consumo; el préstamo con intereses es una variante del préstamo para el consumo. El artículo 1.905 de este código da validez al préstamo con intereses, pero determina expresamente la cláusula para el ingreso de éstos.

La doctrina tradicional española ha considerado al contrato de préstamo como un contrato real, que se perfecciona por la entrega de la cosa que constituye su objeto. El Tribunal Supremo ha ratificado este concepto y así ha afirmado que este contrato no nace por el mero consentimiento sino que se perfecciona por la recepción de la cosa, de forma que sin ésta no existe contrato de préstamo (Sentencia del 27 de octubre de 1994).

Nuestro Código Civil contiene sólo dos disposiciones respecto al préstamo con interés, «no se deberán intereses sino cuando expresamente se hubiesen pactado» (artículo 1.755).

Aunque no se hayan pactado intereses, se presume que en el futuro se devenga el interés legal, según la Ley 536, desde el momento del acuerdo según el cual las partes determinaron que no se entregase materialmente la cosa, sino que lo que la una debía a la otra lo siguiese teniendo aquella en concepto de préstamo.

El préstamo con interés permite acercarnos de nuevo al *contrato de Swap*. La idea es que el *swap* esté formado por dos préstamos con intereses cruzados. En la primera fase del contrato las dos partes acuerdan las condiciones para los préstamos emitidos en euro o en otras divisas; los préstamos son el uno la causa del otro y constituyen un conjunto contractual único. Seguidamente, se procede al reembolso de los préstamos iniciales; por el hecho de que los préstamos eran la causa uno del otro, el no reembolso de una de las partes permite a la otra no cumplir su obligación de reembolso. Los dos préstamos están remunerados a un tipo correspondiente al mercado sobre el cual hayan sido tratados. De esta manera las condiciones están verificadas, ya sea tanto la transferencia del capital como el pago de los intereses. Pero, éstas condiciones tienen unas consecuencias jurídicas que no se adaptan bien a las características del producto.

En primer lugar, el tratamiento contable de los préstamos es muy diferente del que se utiliza para los *swaps*. Los *swaps* han sido inventados para compensar inconvenientes contables y fiscales de los préstamos paralelos y de los préstamos adosados (a los que ya se hizo referencia durante este trabajo). Considerarlos como unos préstamos cruzados niega su principal justificación. Es más, según el artículo 10 de la ley bancaria francesa nº 84-46 de 24 de enero de 1984, «queda prohibido a todas las personas ajenas a un instituto de crédito, efectuar operaciones de banco de manera habitual. Queda prohibido además, a todas las empresas diferentes de los institutos de crédito, recibir del público unos fondos a vista o a menos de 2

⁵⁶ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 306 a 309.

años de plazo». Lo anterior sería un hándicap importante en el desarrollo de los *swaps* que se concluyen también entre empresas sin la intervención de un banco.

A estas críticas fundamentales se puede añadir otra: que los préstamos cruzados son contratos reales. Esto significa que producen totalmente sus efectos solamente después de haberse perfeccionado con la entrega de la cosa que representa el objeto. Por ejemplo, en el caso de los préstamos, el artículo 1.893 del Código Civil Francés explica que, al momento de la entrega la parte que recibe la cosa soporta la pérdida (también si esta surge por caso fortuito o fuerza mayor); hemos visto que tal situación es totalmente incompatible con la práctica de los *swaps* utilizada por los cambistas. No puede existir un espacio de tiempo entre la conclusión del contrato y su puesta en acto. Además, los contratos reales ofrecen numerosas posibilidades de anulación o de retiro del contrato, y eso no es deseable en los *swaps*.

2.2.6.4. Comparación con la venta condicionada⁵⁷

La venta condicionada es una venta compuesta por una cláusula a plazo, en la cual el vendedor se reserva el derecho de recoger la cosa vendida devolviendo al comprador el precio y los gastos a una fecha establecida. El art. 1.659 del Código Civil Francés aclara que se trata de un precio estipulado en el contrato inicial de venta.

En el Código Civil Español (artículos 609 y 1.095), la entrega de la cosa, que en sí es un desplazamiento de la posesión, unida a los demás requisitos de la tradición produce el efecto de transmitir al adquirente la propiedad de la cosa entregada. Aunque también, en aplicación del principio de libertad de pacto sancionado por el artículo 1.255 del Código Civil, las partes pueden suprimir ese efecto de la tradición mediante el llamado pacto de reserva de dominio, que se celebra con la finalidad de garantía del pago del precio, reservándose el vendedor la propiedad de la cosa vendida hasta la recepción íntegra del pago.

Tal pacto, que no está previsto ni regulado en el Código Civil, es admitido sin discusión por la doctrina y la jurisprudencia del Tribunal Supremo. Es aplicable tanto a la venta de bienes inmuebles como de bienes muebles. Los efectos son que el vendedor, que sigue siendo propietario, no podrá transmitir la propiedad de la cosa a terceros, mientras el comprador esté dando cumplimiento a la obligación de pago aplazado. Una vez pagado el precio el comprador adquiere definitivamente el dominio de la cosa vendida con efecto retroactivo.

La operación se acerca a los *swaps* en cuanto a que una de las partes vende a la otra las divisas sobre las cuales están hechos los *swaps*. La propiedad queda transferida en el momento de la conclusión del contrato, eso evita las incertidumbres legales de los contratos reales. En el momento de la ejecución, los importes reales serán devueltos, pero hasta llegado dicho momento las partes conservan la propiedad de las divisas del acuerdo, y eso da una garantía.

Las críticas que se pueden hacer a este tipo de garantía son varias. En primer lugar, el artículo 1.660 del Código Civil Francés impone unas condiciones sobre el término: «La facultad de readquisición no puede ser estipulada por un plazo que excede los cinco años. Si fuera estipulada entre las partes por un plazo más largo, el plazo quedaría en cinco años». El problema lo encontramos en que los *swaps* son operaciones que pueden durar incluso diez años y entonces no se podrían adaptar a este artículo.

Además la venta condicionada depende siempre de una de las partes, pues ambas se encuentran con un derecho, pero no con una obligación. Esta característica es poco adaptable a los *swaps*, que imponen la devolución de los importes inicialmente transferidos.

⁵⁷ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 310 a 312.

La conclusión a la cual hemos llegado es que, aunque a primera vista la venta condicionada puede parecer aceptable para los *swaps*, no lo es, por dos grandes puntos críticos que serán identificados a continuación.

Todas las razones dadas en párrafos anteriores tienen como estrategia el desmembramiento de los *swaps* y una lógica común que considera este contrato una operación particular. Se reclasifican los *swaps* en diferentes categorías de contratos, pero es peligroso, en cuanto a que olvidan los elementos fundamentales de la intención de las partes y el riesgo de llegar a considerar diferentes regímenes jurídicos para explicar un mismo producto.

Por consiguiente tendríamos que dar diferentes calificaciones para los *swaps de divisas* que no tienen la transferencia inicial del capital, luego los que no tienen ninguna transferencia tampoco sucesiva, para los *swaps sobre tipos de interés*, para los *swaps combinados* y para los híbridos...

Una segunda crítica mira a la naturaleza de los derechos creados por contratos especiales, es decir, éstos crean unos derechos reales. Sin embargo, el análisis muestra que los *swaps* crean obligaciones pecuniarias y, en consecuencia, derechos personales.

2.2.6.5. Comparación con la permuta⁵⁸

La permuta se define en España como «el contrato mediante el cual cada uno de los contratantes se obliga a dar una cosa para recibir otra» (artículo 1.538 del Código Civil).

La permuta y la compraventa describen el mismo fenómeno: el intercambio de bienes. Pero, la diferencia fundamental entre ellas es que en la compraventa no existe precio en dinero y, por lo tanto, no pueden distinguirse las respectivas posiciones del comprador y vendedor.

Siguiendo el texto legal vigente se comprueba claramente que la permuta se concibe como un contrato de cambio, como la compraventa.

Actualmente en derecho español la diferencia entre ambos contratos se basa en la falta de un precio determinado en dinero, en el objeto de las prestaciones (en la permuta se obligan a transmitir el dominio y en la compraventa el vendedor solo se obliga a transmitir la posesión), en la asunción de la responsabilidad por evicción y por vicios por ambas partes y en que los gastos se sufragan por los contratantes en la parte que les corresponde a cada uno.

La distinción es en la falta de un precio en el caso de la permuta. El resto de las diferencias son consecuencia de contraprestación pecuniaria o producto de los antecedentes históricos. Dado que el objeto de las prestaciones en el *swap* son sumas pecuniarias, parece que la substitución en la permuta queda excluida.

Se puede decir que el *swap* se dirige al intercambio de derechos de crédito, entonces las sumas monetarias intercambiadas no serían el objeto del contrato, sino los derechos de crédito que incorporan la facultad de exigir los pagos recíprocos en que se resuelve el cumplimiento.

La escasa regulación jurídica de la permuta, además inaplicable a los *swaps* al limitarse al riesgo de evicción y a especialidades de la resolución del contrato, obligaría la aplicación de las reglas del contrato de compraventa.

En España y en Italia existe la idea de que el *swap* tiene naturaleza jurídica de permuta. En el primer país el legislador, traduce *swap* como “permuta financiera”, y en el segundo se habla de “permuta de flujos financieros”. Es más, durante todo este trabajo se ha podido observar la utilización del concepto permuta o permuta financiera para referirnos al *contrato de Swap*,

⁵⁸ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 316 a 320.

pero llegados a este punto, debemos reconocer que la aproximación a la naturaleza jurídica del *swap* basada sobre el tipo legal de la permuta es errónea, y, además, ineficaz.

La permuta presenta algunas características comunes con el *swap*: los dos son consensuales, bilaterales, onerosos, conmutativos y sus prestaciones pueden tener un objeto determinable. Pero en la permuta las partes se obligan a intercambiarse recíprocamente cosa por cosa o derecho por derecho, y los pagos del *swap* no se pueden considerar cosas o derechos. Por consiguiente, la causa y el objeto de los dos tipos de contratos son distintos.

2.2.6.6. Comparación con los futuros y FRA⁵⁹

El contrato de futuros puede ser definido como «aquel por el que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato».

La ingeniería financiera (que hace posible la creación de productos sintéticos combinados con diferentes instrumentos) junto con la existencia de instrumentos de cobertura como los FRA y Forward (orientados a cubrir riesgos similares a los propios de los *swaps*) plantean la necesidad de su distinción.

En el caso español, el Real Decreto 1814/91 del 20 de diciembre, al regular los Mercados de Futuros y Opciones, no incluye a los *swap*; los cuales se consideran contratos negociados en mercados OTC. Los futuros comprenden una variedad de contratos que se negocian en los mercados secundarios oficiales especializados, reconocidos de forma expresa por la Ley del Mercado de Valores. El artículo 59.2. expone que los mercados secundarios oficiales de futuros... «tendrán por objeto estos contratos y otros instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea el activo subyacente, definidos por la sociedad rectora del mercado y completado por la Ley 47/2007 del 19 de diciembre».

Los Forward se diferencian de los futuros en base al carácter OTC de los primeros, y al no existir una Cámara de Compensación que actúe como intermediario, además de no estar estandarizados.

La distinción entre los contratos de *swap* y Forward se encuentra en el concepto de tipicidad y aquí se ha de destacar el carácter de trato sucesivo del *swap*. Los pagos nacidos del *swap* se distinguen por el hecho de que se hallan interrelacionados gracias al concepto de flujo de caja. Mientras, tanto en los futuros como en los Forward, se fija una fecha de vencimiento del contrato para liquidar sus consecuencias económicas.

2.2.6.7. Comparación con la compraventa⁶⁰

La primera tentativa de asimilar el *contrato de Swap* a una categoría de contratos típicos ha sido la de considerarlo como dos ventas vinculadas, siendo una la causa de la otra y viceversa. La operación se acerca así al “repo” de bolsa, definido como un «contrato especial cuyos elementos esenciales son una compra al contado y una reventa a plazo, realizadas simultáneamente sobre los mismos valores y las mismas personas».

Este mecanismo se parece efectivamente al de un *swap*. Como en los *swaps*, las dos fases del “repo” están vinculadas en una misma operación y son decididas al mismo tiempo. Se trata de una operación a corto plazo que podrá ser renovada cada mes, pero mediante nuevos contratos. Podría decirse que es un *swap* prorrogado.

⁵⁹ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 328.

⁶⁰ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 329 a 322.

La calificación de *swap* como un contrato de compraventa permite aplicar un régimen jurídico conocido y adaptado al *swap* en una cierta medida.

A efectos jurídicos, las partes de un *swap* podrán invocar por ejemplo la excepción de no-ejecución, el derecho de retención, el ejercicio de la compensación legal, la transferencia inmediata de la propiedad y de los riesgos o también del derecho de reivindicación. Recordamos todavía que una calificación así no permite aplicar los *swaps de divisas* en euro contra una divisa extranjera.

El Código Civil Español en el artículo 1.445 define la compraventa, «por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente». La existencia de un precio es requisito esencial de la compraventa.

Como hemos comprobado, los *swaps* tienen la mayoría de las características de los contratos de compraventa: son consensuales, bilaterales, onerosos y conmutativos. Entonces la duda se da, en el derecho español, cuando los flujos de caja son en divisas diferentes. Pero según el artículo 1170.1 del Código Civil Español, a diferencia del francés, la moneda extranjera siempre se calificará de signo monetario y se considerará como precio.

En Francia, Meyrier propone calificar el *swap de divisas* como «una doble venta con pacto de recompra». Para los *swaps* de intereses se niega aplicar el concepto de venta a plazo y propone considerarlos instrumentos de los mercados de capitales. Si se supera la distinción entre ambas modalidades de *swaps*, debería recurrirse al concepto de doble venta, una de ellas al contado y la otra una compra a plazo. La transacción se explicaría a través de un único contrato independiente que guardaría una fuerte relación con el contrato de doble venta. Pero no se resolvería el problema de que en los *swaps* generalmente faltará, al ser el principal del contrato un importe nocional, un intercambio de prestaciones que pueda calificarse como la compraventa al contado.

2.2.6.8. Comparación con el seguro⁶¹

En el ordenamiento español, el contrato de seguro se define en el artículo 1 de la ley del Contrato de Seguro: «es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas».

El contrato de seguro tiene algunas características similares al *contrato de Swap*. Se trata de un contrato aleatorio, pues se celebra sin conocer las consecuencias económicas que éste va a tener para las partes que lo acuerdan, y porque, tanto el asegurado como el asegurador están sometidos a una contingencia que puede representar para uno un beneficio y para el otro una pérdida.

Por otro lado es un contrato oneroso, en cuanto que al tomador del seguro se le impone la obligación de pagar la prima y al asegurador la asunción del riesgo derivado del impago de la misma; para las partes supone un enriquecimiento y empobrecimiento correlativos.

Se trata de un acuerdo recíproco y bilateral, en razón de que genera derechos y obligaciones para cada uno de los sujetos contratantes. También tiene una duración continuada, en tanto que la obligación del asegurador de cubrir el riesgo se mantiene durante un cierto periodo de

⁶¹ FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pgs. 332 a 337.

tiempo. Los derechos y deberes de las partes se van desarrollando de forma continua, a partir de la celebración del contrato y hasta su finalización por cualquier causa.

Es un contrato consensual (no formal), que se perfecciona mediante el acuerdo de las partes. Las cláusulas son establecidas por el asegurador, no pudiendo el asegurado discutir su contenido, a veces tan sólo pueden aceptar o rechazar el contrato impuesto.

Es un contrato que debe formalizarse por escrito, establece el artículo 5 en la LCS, que «el contrato de seguro y sus modificaciones o adiciones deberán ser formalizadas por escrito».

La calificación del *swap* como un contrato de seguro ha sido tratada en la sentencia del Tribunal Supremo Español del 22 de julio de 1995. La sentencia resuelve un caso que guarda similitudes menos fuertes con los *swaps* y en donde el arbitraje calificó la operación de seguro. La trascendencia de la sentencia comentada reside en partir de una definición del contrato de seguro estricta y ajustada a los intereses que concurren. Conjuntamente, se reconoce que el concepto de riesgo no es ajeno a otros contratos diferentes de los aleatorios y que el *swap* no se encuadra en el artículo 1.790 del Código Civil Español. Tanto en el *swap*, como en el resto de instrumentos de cobertura, la noción de riesgo usada difiere de la propia del contrato de seguro.

Es verdad que mediante los contratos de *swap*, a veces, las partes pueden decidir dar cobertura a un riesgo. Pero en el seguro, hay una parte que se obliga al pago de una prima, mientras que la otra hace indemnizar al asegurado en caso de que el riesgo se verifique. En el *swap*, no hay una cosa respecto de la cual se pueda presentar un riesgo, ni se paga una prima a cambio de la obligación de indemnización. En el *swap* hay un riesgo económico. Estas condiciones evidencian la imposibilidad de equiparar los *swaps* al seguro.

Por último, el concepto de prima, que es ajeno a las figuras de *swap*, aparte de las opciones (*swaption*) en las que sí está presente. Son tres los elementos del contrato de seguro que se encuentran de forma muy similar en el contrato de opciones sobre *swap*: importe a cubrir, prima a pagar por parte de una contraparte para que la otra asuma el riesgo, y el elemento del interés. Pero no seguiremos con el tema de las *swaptions* u opciones sobre *swap*, en cuanto que no es el tema central de este trabajo.

2.3. Problemática de los Swaps en la jurisprudencia reciente

Una vez comparados los *contratos de Swap* con el resto de contratos de diferentes instrumentos financieros, pasaremos a analizar la problemática de los acuerdos *swap* con la metodología descrita en la introducción de este trabajo (1.2.).

En aquellas situaciones en las que se ha producido una contratación inadecuada de instrumentos derivados financieros, los afectados han sentido la necesidad de reclamar contra las entidades que les han ofrecido el producto. Para ello las principales vías de reclamación son la vía administrativa y la vía judicial. Mediante la vía administrativa, las resoluciones de los organismos a los que se acude (Defensor del Cliente, Servicio de Atención al Cliente...) no son vinculantes; y para la vía judicial, ya hemos apuntado anteriormente, que existe gran incertidumbre fundamentada en la inexistencia de una jurisprudencia sólida⁶².

Existen numerosas resoluciones judiciales (se irán referenciando a continuación) que estiman favorables las demandas presentadas por los afectados a nivel de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo, y que declaran nulos los *contratos de Swap* con un mismo denominador

⁶² FERRI-RICCHI, A.: *El Contrato de Swap como tipo de derivado*. Madrid, Thomson Reuters, 2014, pg. 349.

común: error por vicio en el consentimiento prestado⁶³. Además, dichos contratos fueron posteriores a la incorporación al Derecho español de la normativa MiFID⁶⁴.

Para poder ponderar la viabilidad de una posible reclamación, deberán evaluarse caso por caso los escenarios precontractuales y/o posibles vicios que afecten al consentimiento. Entre otros: el tipo de cliente al que se ha comercializado el *swap*, distinguiendo entre clientes profesionales o particulares y entre personas físicas o jurídicas; el análisis de la información que la entidad bancaria ha facilitado para el perfil del cliente (conocimientos, inteligencia o preparación profesional); y si el proceso de comercialización ha tenido las suficientes garantías para el cliente, atendida la formación y preparación del empleado bancario en productos financieros de la complejidad del *swap*.

La comercialización de productos financieros complejos a particulares, a clientes que no tienen los conocimientos suficientes y no comprenden los riesgos asociados a estas operaciones, invalida los contratos. Así lo corrobora la STS. de 20/04/2017, «hacer creer al cliente que el *swap* le protege invalida el contrato; y vender como favorable al particular lo que sólo beneficia al banco anula el consentimiento»⁶⁵.

Siguiendo con el tipo de cliente que ha suscrito el *swap*, la Sentencia 676/2015, de 30 de noviembre cita que «no por tratarse de una empresa debe presumirse en sus administradores o representantes unos específicos conocimientos en materia bancaria o financiera»; por lo que, como hemos mencionado en párrafos anteriores, esta es otra de las circunstancias que valorarán los tribunales para estimar o no las demandas y/o recursos.

Las entidades de crédito deben ser extremadamente cuidadosas en la información que suministran a los clientes en el momento de comercializar instrumentos financieros complejos y a lo largo de la vida y ejecución de los contratos correspondientes. Así queda recogido en las siguientes Sentencias: «la obligación de información es una obligación activa y no de mera disponibilidad» STS. 1332/2017, de 6/04/2017; y «la mera lectura del documento resulta insuficiente y es precisa una actividad del banco para explicar con claridad cómo se realizan las liquidaciones y los concretos riesgos en que pudiera incurrir el cliente», Sentencia 689/2015, de 16 de diciembre.

Otras de las sentencias estudiadas consideran nulos los contratos por error derivados de la oscuridad de las cláusulas del contrato de adhesión. La venta del *swap* como producto «asegurativo» por parte de la entidad financiera es malinterpretada por el cliente por una deficiente explicación. Se trata de los contratos comercializados como *Contratos Marco para la Cobertura de tipos de interés* y anexos titulados *Confirmación de Seguros de tipo de interés*. «Estos contratos inducen a error al cliente ya desde un principio, no solo al presentarle el contrato como una protección frente a la subida de los tipos de interés del préstamo hipotecario sino también al no explicarse mínimamente por qué, si lo pretendido en verdad era una estabilidad del tipo de interés, no se contrató el préstamo a un tipo fijo en vez de a uno variable, según la STS. 1488/2017, de 20/04/2017.

Por otro lado, en defensa de las entidades financieras, debemos matizar que este tipo de contrato siempre ha existido y la mayoría de las partes tenían acuerdos similares firmados. En muchas ocasiones, la misma contraparte (no entidad financiera) que había obtenido importantes beneficios con anterioridad, ahora alega desconocer el producto, simplemente aprovechando de él cuando le era favorable y al tonarse la cuestión, pretende la existencia de

⁶³ «La ausencia de información permite presumir el error»; STS. 1493/201, de 20/04/2017.

⁶⁴ Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, aprobada el pasado 16 de abril de 2014 por el Parlamento Europeo. www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guías/Guia_mifid.pdf

⁶⁵ www.eleconomista.es/legislacion/noticias/8331458/05/17/Hacer-creer-al-cliente-que-el-swap-le-protege-invalida-el-contrato.html

un vicio en el consentimiento. «El representante legal de la empresa tenía plena capacidad para conocer el producto, fue informado y suscribió, varias veces, dicho producto financiero», afirmación extraída de la STS. 1478/2017, de 17/04/2017.

Merece la pena recordar que, la estimación de la demanda interpuesta por el cliente en solicitud de nulidad del *contrato de Swap* aquejado de vicio en el consentimiento comporta la búsqueda de la reparación del daño; que el particular se encuentre en la misma situación en que se encontraría si no hubiera realizado la operación. Dicha nulidad se materializará con el efecto previsto en el artículo 1.303 del Código Civil sobre restitución recíproca de las prestaciones desde el día de la formalización, más los intereses legales procedentes desde las fechas de sus correspondientes cargos o abonos en cuenta, según corresponda⁶⁶.

El error ocupa un lugar relevante en la fundamentación de las demandas, y el dolo solo sirve para fundar las pretensiones de nulidad. En las Sentencias sobre *swap* el dolo encuentra bastantes debilidades pues se realiza una interpretación demasiado forzada o muy amplia de la concurrencia del mismo, además de forma sistemática y reiterada se declara la nulidad de estos contratos sin efectuar la necesaria valoración de la prueba y peculiaridades del caso. Probablemente, la crisis combinada con el actual y muy excepcional escenario de tipos de interés, ha sido la causa principal de las disputas en estos contratos.

⁶⁶ STS. 1383/2017, de 6/04/2017. STS. 1332/2017, de 6/04/2017.

3. CONCLUSIONES

Como ya mencionamos en la introducción, una serie de factores económicos que tuvieron lugar a finales de los años setenta propiciaron el nacimiento de las operaciones de *permuta financiera* o *swap*.

Algunos de los más relevantes fueron el proceso de globalización de los mercados financieros, propiciado por los avances tecnológicos, y el incremento de la volatilidad experimentada por los tipos de interés durante esos años. Pero, sin duda, el factor desencadenante fue la necesidad de financiación de los países en vías de desarrollo, y de financiación en moneda extranjera de algunas empresas para sus filiales en otros países. Estas necesidades se concretaron en la aparición de los *préstamos paralelos* o *préstamos back to back*, el antecedente histórico de los *swaps de divisas*. Si bien estos préstamos eran capaces de evitar los costes de la regulación cambiaria, no estaban exentos de problemas como su anotación dentro de los estados contables de las empresas o el riesgo de crédito. Estos problemas se superaron con el nacimiento en 1981 del primer *swap de divisas* entre el Banco Mundial e IBM. A partir de estas mismas fechas comenzó la creación de los mercados de *swaps de tipos de interés* nacionales.

En este trabajo con una sola palabra, *swap*, designamos cien realidades distintas. La enorme tipología que hemos descrito a lo largo de este documento (*swaps* de divisas, de intereses, sobre índices y materias primas, para operaciones de activos, de pasivos...) lo corrobora.

Con el *swap* nos encontramos ante una terminología jurídica atípica. En este trabajo hemos realizado una serie de afirmaciones que pueden ser discutibles, pues en el aspecto jurídico no hay unos criterios claros y homogéneos para el tratamiento de este contrato. El *contrato de swap* es un contrato independiente, diferente de todos los disciplinados por la jurisprudencia.

Juntando todas las características jurídicas que hemos mencionado, se puede definir la naturaleza jurídica del *swap* como un contrato atípico, mercantil, único, bilateral, oneroso, consensual, aleatorio, de duración continua en que las partes se obligan a intercambiarse en momentos futuros ciertas cantidades de dinero, denominadas en la misma o en diferentes divisas, previamente determinadas o determinables en base a criterios objetivos. Se trata de un contrato autónomo que goza de una causa única, por lo que tiene sustantividad propia.

Tras la comparación realizada entre el *contrato de swap* y los contratos existentes en nuestro ordenamiento similares al estudiado, se refuerza nuestra conclusión, que es necesariamente negativa. Es decir, se demuestra que los *swaps* no pueden ser reconducidos a ningún contrato mencionado por nuestro Código Civil. Aunque, como hemos visto durante las explicaciones, exista una base común, todos los *swaps* se escapan de la misma manera a las categorías del Código Civil. Por tanto los *swaps* pertenecen todos a una misma familia de contratos, una familia *sui generis* (de contratos atípicos).

La atipicidad es un tema muy tratado en la figura del *swap*. Con carácter general el *swap* carece de regulación legal y, por lo tanto, es un contrato atípico. Entonces pues, el problema básico que plantean los contratos atípicos es el de su regulación: las características del contrato, las obligaciones de las partes y la terminación del mismo.

Por otro lado hemos definido el *swap* como un contrato mercantil, por lo que nos enfrentamos a un nuevo tipo de derecho que se podría considerar como una rama del derecho mercantil: el derecho de los mercados financieros. Los instrumentos que estamos tratando tienen naturaleza propia y no se pueden reconducir a los que ya existen. El derecho de los mercados financieros es un derecho específico en el objeto, en las fuentes y también en los principios que pone en evidencia.

La función práctico-social de los *swaps* no se fundamenta en la intención de intercambiar

cosas, ni siquiera dinero, se asumen obligaciones de pagos de cantidades monetarias en base a unos acuerdos previos con la mutua suposición de verse favorecidos en el resultado, dado que este contrato es normalmente a plazo. Por tanto siempre habrá que calificarlo como contrato único con pluralidad de objeto.

El *swap* produce obligaciones recíprocas o sinalagmáticas y bilaterales que además son interdependientes, cada parte debe haberse obligado en consideración de la obligación tomada de la otra hacia la primera.

El contrato que obliga a cada una de las partes a dar o hacer algo se considera oneroso, además, en los *swaps* no hay ninguna intención liberal y ninguna de las partes está totalmente libre de obligaciones en el momento de liquidación del contrato.

En el *swap*, los efectos son para ambos contrayentes dependientes de un evento incierto, es un contrato cuyo resultado depende de eventos imprevisibles, un contrato aleatorio.

Una vez calificado el contrato, en esta última parte de la conclusión, compararemos el *contrato de swap* con los diferentes acuerdos típicos que encontramos en nuestro ordenamiento, evidenciando las diferencias.

La prenda es un derecho real de garantía mobiliaria, que exige el desplazamiento posesorio, cuando en el *swap* la naturaleza de la obligación es pecuniaria. El pago de un simple diferencial sobre los tipos de interés o de cambio no puede ser explicado mediante el préstamo a prenda. Además, los *swaps de divisas*, que no comportan la transferencia inicial del capital, aparecen como una operación desequilibrada o una resolución de una prenda que nunca hubiera sido concedida. Por estas razones prenda y *swap* no pueden ser asimilados.

El depósito cruzado tiene la incompatibilidad con los *swaps* por la cuestión de los frutos y de los intereses de la cosa. El principio es que el depositario no debe sacar ninguna ventaja del depósito a excepción de la remuneración que tendrá estipulada. Los intereses madurados sobre los importes del capital no se podrían justificar, se podrían asimilar a un salario ingresado al depositario. El salario sería así el reflejo de la evolución de los tipos del mercado de capitales y no la remuneración del servicio de custodia cumplido por la contraparte.

El préstamo tiene un tratamiento contable muy diferente del que se utiliza para los *swaps*, justamente estos últimos han sido inventados para compensar inconvenientes contables y fiscales de los préstamos paralelos y de los préstamos adosados. Considerar estas permutas como préstamos cruzados niega su principal justificación. Además son contratos reales, es decir, producen sus efectos solamente después de haberse perfeccionado con la entrega de la cosa que representa el objeto.

La venta condicionada depende siempre de una de las partes que se encuentra con un derecho, pero no con una obligación. Esta característica es muy diferente y poco adaptable al espíritu de los *swaps*, que sin embargo imponen la devolución de los importes inicialmente transferidos. Sólo la parte sobre la cuál recae el encargo de las condiciones puede ser la causa del desarrollo de la operación y eso crea una situación de incompatibilidad con los *swaps*.

En España existe la idea de que el *swap* tiene naturaleza jurídica de permuta. Es más, el legislador traduce *swap* como «permuta financiera», pero en la permuta las partes se obligan a intercambiarse recíprocamente cosa por cosa o derecho por derecho, y los pagos del *swap* no se pueden considerar cosas o derechos. Por consiguiente, la causa y el objeto de los dos tipos de contratos son distintos.

La comparación con futuros se resuelve rápidamente. En España hay un Real Decreto 1814/91 del 20 de diciembre que, al regular los Mercados de Futuros y Opciones, no incluye a los *swaps*. Éstos se consideraron OTC, negociados a través de mercados creados por los «creadores de mercado».

En las operaciones de compraventa hay uno de los participantes que se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, sin precio la venta sería nula. Además, el objeto de la prestación del comprador es determinado, todo esto no puede aplicarse a los *swaps*.

También el contrato de seguro tiene fuertes similitudes con los *swaps*, pero la noción de riesgo usada difiere de la propia del contrato de seguro. Asimismo, las consecuencias económicas del evento futuro son objeto de una valoración previa y esta estimación será la base para el cálculo de la prima, ya que el hecho futuro será fortuito.

Todas las consideraciones anteriores confortan y apoyan nuestro rechazo a la asimilación de los *swaps* en uno de los contratos típicos del Código Civil. Falta una normativa sólida sobre los *swaps*. Es verdad que tal calificación no es satisfactoria en cuanto priva al jurista de un régimen jurídico pre constituido y lo fuerza a determinar las reglas aplicables al contrato punto por punto. Puede ser que esta calificación de *swap* en un contrato atípico sea «testigo del retraso del derecho respecto a la modernidad de la economía», pero, ¿no sería mejor reconocer la realidad antes de forzar al derecho con la previsión y la confusión de los principios?

Si las normas del Derecho Civil y Mercantil del ordenamiento español no contemplan los temas jurídicos de base, y por otro lado cuando lo hacen, provocan el problema de la continua excepción a la regla del Derecho Civil, quizás deberíamos considerar el concepto de atipicidad de un modo más flexible en relación a estos contratos. Fraccionar los contratos de *swaps* en una infinidad de contratos distintos sin tener en cuenta sus particularidades no es la solución. Hay que valorar los puntos conocidos para unificarlos y darles una definición y un régimen que reflejen lo mejor posible la intención de las partes. Hacer de los *swaps* una familia de *contratos sui generis*, es dar un primer paso hacia la creación de un derecho de los mercados financieros en España.

4. BIBLIOGRAFÍA

Arce, O., González J., Sanjuán L. (2010). Boletín de la CNMV: *El mercado de Credit Default Swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias*. Recuperado de www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT42_engen.pdf

Banco de España. (2016). Madrid, España. Recuperado de www.bde.es/bde/es/

Boletín Oficial del Estado. (1889). *Código Civil Español*. Madrid, España. Recuperado de www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1889-4763&p=20151006&tn=2

Boletín Oficial del Estado. (1885). *Código de Comercio*. Madrid, España. Recuperado de www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1885-6627

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2017). Madrid, España. Recuperado de www.cnmv.es/portal/inversor/Derivados.aspx

C. Hull, J., (2015), *Introducción a los Mercados de Futuros*, Madrid, España, Pearson Addison-Wesley.

Ferri-Ricchi, A., (2014), *El Contrato de Swap como tipo de derivado*, Madrid, España, Thomson Reuters.

García Angulo, B.L., (2011), *Nulidad de los contratos swap en la jurisprudencia*, León, España, Eolas.

International Swaps and Derivatives Association. (2017). Nueva York, Estados Unidos. Recuperado de www2.isda.org

Revista de Derecho del Mercado Financiero. (2017). Madrid, España. Recuperado de www.rdmf.es

Revista de Derecho del Mercado Financiero. (2017). *Supremo confirma doctrina aplicable a los swaps pre-MiFID*. Madrid, España. Recuperado de www.rdmf.es/2017/03/supremo-confirma-doctrina-aplicable-a-los-swaps-pre-mifid/

Vega Vega, J.A., (2002), *El Contrato de permuta financiera:(Swap)*, Cizur Menor, España, Aranzadi.

(2015). *Código Civil Francés*. París, Francia. Recuperado de www.wipo.int/edocs/lexdocs/laws/fr/fr/fr475fr.pdf

Jurisprudencia consultada

Sentencia 676/2015, de 30 de noviembre.

Sentencia 689/2015, de 16 de diciembre.

STS. 1332/2017, de 6/04/2017.

STS. 1339/2017, de 6/04/2017.

STS. 1341/2017, de 6/04/2017.

STS. 1383/2017, de 6/04/2017.

STS. 1386/2017, de 6/04/2017.

STS. 1494/2017, de 6/04/2017.

STS. 1495/2017, de 6/04/2017.

STS. 1478/2017, de 17/04/2017.

STS. 1488/2017, de 20/04/2017.

STS. 1493/2017, de 20/04/2017.